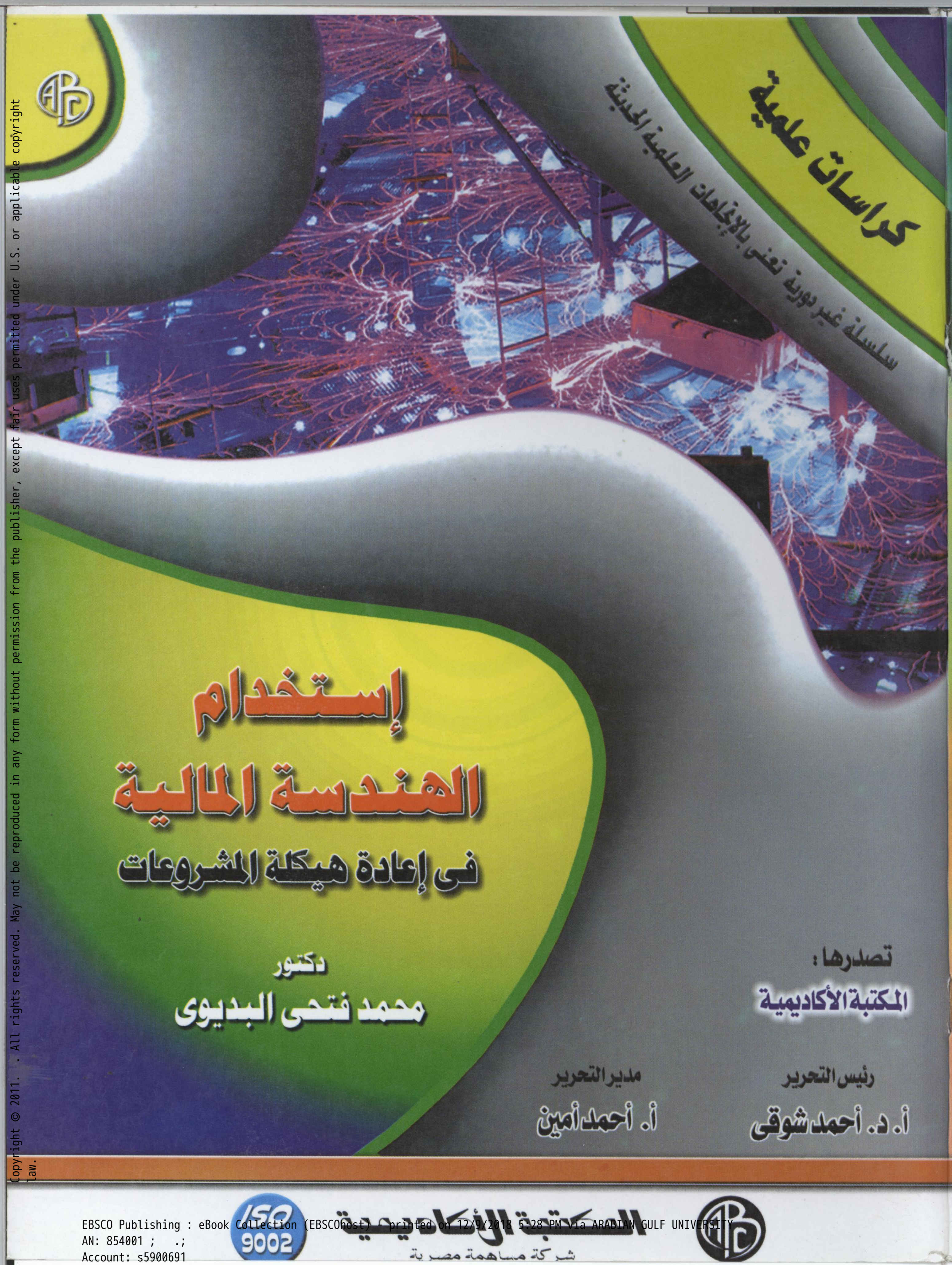

كراسات علمية
سلسلة غير دورية تعنى بالإتجاهات العلمية الحديثة
إستخدام
الهندسة المالية
فى إعادة هيكلة المشروعات
دكتور
محمد فتحى البديوى
تصدرها :
المكتبة الأكاديمية
رئيس التحرير
أ . د . أحمد شوقى
مدير التحرير
أ . أحمد أمين
المكتبة الأكاديمية
شركة مساهمة مصرية
ISO 9002

استخدام الهندسة المالية

فى إعادة هيكلة المشروعات

د. محمد فتحى البديوي



الناشر
المكتبة الاكاديمية
شركة مساهمة مصرية

٢٠١١

رقـم الإيداع

٢٠١٠/ ٢٢٧٤٤

حقوق النشر

الطبعة الاولى ٢٠١١م- ١٤٣٢هـ

المكتبة الاكاديمية

شركة مساهمة مصرية

رأس المال المصدر والمدفوع ١٨,٢٨٥,٠٠٠ جنيه مصرى

١٢١ شارع التحرير - الدقى - الجيزة

القاهرة - جمهورية مصر العربية

تليفون : ٣٧٤٨٥٢٨٢ - ٣٣٣٦٨٢٨٨ (٢٠٢)

فاكس : ٣٧٤٩١٨٩٠ (٢٠٢)

هذه السلسلة

تعد استجابة منطقية لما لقيته شقيقتها الكبرى « كراسات مستقبلية » التي بدأ ظهور أعدادها الأولى عام ١٩٩٧ ، من الترحاب والتشجيع ، المقرونين بالدعوة إلى زيادة مساحة العلم في إصدارات السلسلة إلى أقصى حد ممكن.

لقد دفعتنا هذه الدعوة إلى التفكير في أن نفرد للموضوعات العلمية سلسلة خاصة ، تستحقها ، فكانت هذه السلسلة ، التي تمثل تطويرًا وتوسعًا في أحد محاور «كراسات مستقبلية» ، حيث ذكر في مقدمتها ما نصه :

«الإلمام بمنجزات الثورة العلمية والتكنولوجية ، التي تعد قوة الدفع الرئيسية في تشكيل العالم ، مع استيعاب تفاعلها مع الجديد في العلوم الاجتماعية والإنسانية ، من منطلق الإيمان بوحدة المعرفة».

ومن ملامح هذه السلسلة :

- المحافظة – على شكل المقال التفصيلي الطويل (Monograph) الذي تتميز به الكراسات عادة.
- الحرص على تقديم الاتجاهات والأفكار العلمية الجديدة ، بجانب تقديم المعارف الخاصة بمختلف المجالات الحديثة ، بشكل يسمح للقارئ «المتعلم غير المتخصص»، الذي يمثل القارئ المستهدف للكراسات ، بالقدر الكافي من الإلمام والقدرة على المتابعة.
- وفي تقديمها للاتجاهات والمعارف العلمية الحديثة ، لن تتبنى الكراسات الشكل النمطي لتبسيط العلوم ، الذي يستهدف النجاح في إضافة كمية -- قلت أو كثرت – لبعض المعارف العلمية إلى ثقافة المتلقي. إننا لا نتعامل مع هذا العلم كإضافة ، ولكن كمكون عضوي أصيل للثقافة المعاصرة ، وهو مكون ثري، يتضمن المناهج والمعلومات والأفكار والاتجاهات.
- وتأكيدًا لعدم النمطية ، ستتسع السلسلة للتأليف والترجمة والعرض ، وتتضمن اجتهادات التبسيط والتنظير والاستشراف ، وستنطلق من أهمية تضامن المعرفة والحكمة وارتباط العلم الحديث بالتكنولوجيا technoscience ، مع التركيز على أهمية ارتباطهما معا بالأخلاق.

وبعد ، فإنني أتقدم بالشكر إلى كل الزملاء الذين تحمسوا للفكرة ، وساهموا في تقديم المادة العلمية للسلسلة. وباسمهم وباسمي أشكر الصديق العزيز الأستاذ أحمد أمين ، الناشر المثقف الذي احتفى من قبل بسلسلة « كراسات مستقبلية »، وشجعنا على إصدار هذه السلسلة الجديدة. والله الموفق.

هذه الكراسة

يقدم الدكتور محمد فتحى البديوى، أستاذ إدارة الأعمال المتخصص فى التمويل والبنوك، معالجة علمية صافية لاستخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات. ولأن مفهوم الهندسة المالية يحتاج إلى الشرح والتوضيح، فقد بدأت الكراسة بالتعرض لماهية وأهداف الهندسة المالية، ثم تناولت فلسفتها وأدواتها، وواقعها الدولى وأنهى المؤلف الكراسة بحالة عملية توضيحية للهندسة المالية.

والحقيقة أن سلسلة «كراسات علمية» صدرت أساسًا لتقديم مثل هذه الموضوعات الجادة والمتخصصة، التى تحتاج المكتبة العربية إلى المزيد منها. لذلك نرحب دائما بأعمال الدكتور البديوى التى تساهم فى سد هذا النقص فى مجال تخصصه.

أحمد شوقى

يناير ٢٠١١

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ وَسِعَ رَبِّى كُلَّ شَيْءٍ عِلْمًا ﴾

صدق الله العظيم

(سورة الأنعام – أية ٨٠)

قائمة المحتويات

الفصل الثالث

أدوات الهندسة المالية :

الفصل الرابع

الهندسة المالية الدولية :

مقدمـــــة

يقصد بالهندسة المالية ذلك العلم الذى يتكفل بإعادة بناء المنظومات المالية مع كل تغير يحدث فى أسواق المال.

وتلعب الهندسة المالية دوراً متعاظماً فى إعادة هيكلة المشروعات الاقتصادية من خلال ابتكار أدوات مالية جديدة، وتقديم أنواع مبتكرة من الأوراق المالية بالإضافة لابتكار حلول خلاقة وإستراتيجيات حديثة لإدارة مخاطر الإستثمار، كما برزت الهندسة المالية لمواجهة المشكلات التى تفرضها ظروف المنشأة نفسها، كذلك تغلبت الهندسة المالية على مشكلات ثبات أسعار الصرف طوال فترة الاقتراض أو إصدار السندات بأن إبتكرت فكرة الأسعار المتغيرة للفائدة، وكذا فكرة خيار الأسهم والتى تعطى المنشأة الحق فى شراء جزء من أسهمها لتوزيعه على العاملين فيها؛ لدعم الولاء والإنتماء لها.

ومن أهم أهداف الهندسة المالية إعادة توزيع الطاقات الإنتاجية بما يتناسب ومتطلبات العولمة، وخلق الكيانات الكبيرة، التى تستطيع الصمود أمام المنافسة الشرسة لهيمنة الشركات متعددة الجنسية على الاقتصاد العالى.

وهكذا كانت الرغبة فى إصدار هذه الكراسة لتبيان فلسفة الهندسة المالية وأدواتها بالإضافة للتعرض لها على المستوى الدولى، وليستطيع الباحث أن يواكب التطورات المتسارعة لإندماج الكيانات الصغيرة لتكوين جبهة قوية أمام الكيانات الديناصورية، كذلك كان الاستحواذ الذى يتم بموجبه شراء بعض الشركات (إجباريًّا أو سلميًّا) من أجل تحقيق التكامل الوظيفى (عدد الفروع – وجود الكفاءات المدربة – الآلات الإنتاجية الحديثة ذات التقنية العالية – تميز منتجاتها – توافر الأسواق الخارجية للتوزيع).

ومما لا شك فيه أن اندماج العديد من البنوك المصرية لهو خير دليل على أهمية الهندسة المالية لتحقيق التكامل.

المهندسين ١ مارس ٢٠١٠ **د. محمد فتحى البديوى**

الفصل الأول

ماهية وأهداف الهندسة المالية

الفصل الأول: الهندسة المالية

Financial Engineering

تتولى الهندسة المالية تقديم مساهمة فعالة من أجل تحقيق الأهداف الإستراتيجية لمنشآت الأعمال، فلا يقتصر دورها على تخفيض التكلفة فقط، بل يمتد إلى تطوير وابتكار منتجات وخدمات مالية جديدة؛ لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها تلك المنشآت، نتيجة لانحسار الأسواق التى تسعى إليها لتسويق منتجاتها.

كما تساهم الهندسة المالية فى تنمية الابتكارات التى تساعد على تحسين الاقتصاد الحقيقى للمنشآت الإنتاجية، من خلال تقديم أدوات جديدة للتمويل وأنظمة العمليات وتطوير نظم العمل، بل وخلق الحلول السريعة لمواجهة ما يقابل منشآت الأعمال من مشكلات تتمثل فى المجالات التالية :

المجال الأول : ابتكار أدوات مالية جديدة.

المجال الثانى : تقديم أنواع مبتكرة من الأوراق المالية.

المجال الثالث: ابتكار حلول خلاقة واستراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار.

كما برزت الهندسة المالية لمواجهة المشكلات التى تفرضها ظروف المنشأة نفسها، فعلى سبيل المثال تساهم الهندسة المالية فى إتاحة ما يسمى بالسندات القابلة للتحويل ***Convertable Bonds*** بديلاً عن إصدار الأسهم الممتازة أو السندات لأجل، ولتمثل هذه الأداة رأسمال مكملاً ***Supplemental Capital*** بجسانب رأس المال الأساسى ***Core Capital***.

كذلك ترتب على المشكلات التى خلقتها التقلبات الشديدة فى أسعار الفائدة منذ منتصف الستينيات، أن تمكنت الهندسة المالية من ابتكار فكرة الأسعار المتغيرة للفائدة ***Floating Interest Rates***، وبالتالى نشأة السندات والأسهم الممتازة التى يتغير فيها معدل الكوبون مع التغيرات، التى تحدث فى أسعار الفائدة صعوداً وهبوطاً، بل توصلت الهندسة المالية كذلك إلى إنشاء ما يسمى بخيار الأسهم ***Stock Option***، والذى يعطى الحق للإدارة فى شراء جزء من أسهم الشركة، التى يعملون بها من أجل أن يصبحوا ملاكاً فيها وليس مجرد أجراء.

وهكذا، تسعى الهندسة المالية لتحقيق المكاسب لكل أطرافها أو على الأقل للبعض منها، دون أن يكون ذلك على حساب الأطراف الأخرى، يضاف إلى ذلك أنه فى ظل الهندسة المالية يدفع الطرف الذى تمكن من الاستفادة من خدماتها ثمناً مناسباً نظير التخلص من المخاطر التى ربما تعصف به إذا ما استمرت الأوضاع على ما هى عليه.

وفى هذه الفصل سنتعرض لموضوعى: إعادة الهيكلة فى المبحث الأول، والسيطرة فى المبحث الثانى.

ومن أهم الاندماجات على المستوى الدولى اندماج شركتى جلاكسو وويلكام للأدوية وشركتى إكسون وموبيل للبترول، وبنكى مانيو فاكتشر هانوفر وكيميكال، كما أن أهم الاندماجات على المستوى المحلى اندماج بنك القاهرة فى بنك مصر، واندماج بنك مصر الدولى فى البنك الأهلى سوسيتيه جنرال، واستحواذ بنك كريديه أجريكول على البنك المصرى الأمريكى واندماج بنوك النيل والمصرى المتحد والمصرف الإسلامى الدولى للتنمية فى المصرف المتحد الذى يمتلكه البنك المركزى بالكامل.. كذلك اندماج بنكى المهندس والتجاريون فى البنك الأهلى المصرى مع خصخصة بنك الأسكندرية وبيعه لبنك ساوباولو الايطالى، وكذا بيع بنك الدلتا لمجموعة خليجية وتعديل اسمه ليصبح البنك الأهلى المتحد.

وهكذا تعمل الهندسة المالية على إعادة توزيع الطاقات الإنتاجية، بما يتناسب ومتطلبات العولمة *Globalization* ، وخلق الكيانات الكبيرة التى تستطيع الصمود أمام المنافسة الشرسة لهيمنة الشركات متعددة الجنسية على الاقتصاد العالمى.

ومما لا شك فيه أن الكيانات الصغيرة التى اندمجت أخيراً كانت لا تستطيع التصدى للكبار لكى تحافظ على نصيبها فى السوق دون احتمال التصفية الحتمية فى المستقبل.

«المبحث الأول»

إعادة هيكلة الشركات (التملك)

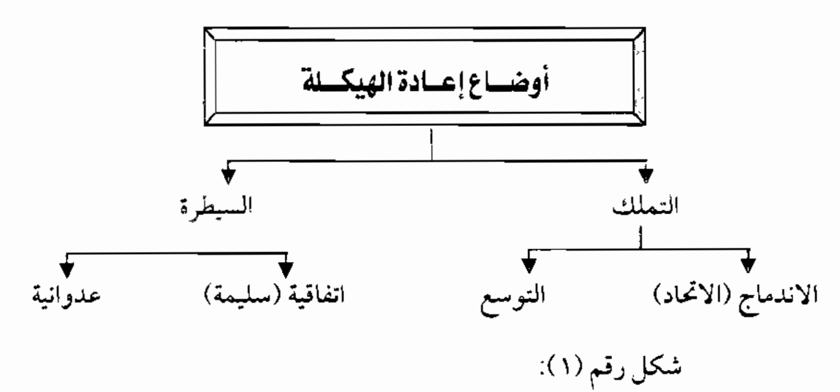
إعادة الهيكلة موضوع ليس كله جديدًا، فالاندماج، والإتحاد، والامتلاك، كلها لها تاريخ طويل فى الدول الرأسمالية، وإن كان تاريخها قصيرًا أو ربما لم يبدأ بعد فى الكثير من أوطان عالمنا العربى. وحتى يمكن لنا تغطية الموضوع بشىء من الشمول، فقد أثرنا أن نبدأ هذا الفصل فى تناول الأساليب التقليدية فى الهندسة المالية لإعادة

الهيكلة، على أن نخصص المبحث الثانى لموضوع، لم يظهر للوجود إلا فى الثمانينيات، ألا وهو تحويل الشركات المساهمة إلى شركات خاصة، ونقل ملكيتها من عدد كبير إلى عدد صغير من الملاك بقصد السيطرة على الشركة من قبل قلة محدودة من المستثمرين، وذلك باستخدام موارد مالية معظمها مقترض ***Leverged Buyout (LBO)***.

التملك *Acquisition* :

دعنا من البداية نعرض لما يطلق عليه بالسيطرة ***Takeover***، التى قد ترمى إلى التوسع من خلال التملك ***Acquisition***، أو التى ترمى إلى التخلص من الإدارة القائمة، من خلال الحصول على توكيل من حملة الأسهم، للتصويت بإحلال إدارة جديدة محل الإدارة الحالية للمنشأة، وهو ما قد ينتهى إلى تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة ***Going Private***. والتملك له صور ثلاث، هى: الاندماج أو الاتحاد ***Merger or Consolidation***، والتملك بشراء أسهم شركة ما، والتملك بشراء الأصول، وغالباً ما يكون ذلك من خلال ما يسمى بالسيطرة السلمية ***Friendly Takeover***، وذلك تمييزاً لها عما يسمى بالسيطرة العدوانية ***Hostile Takeover***.

ويوضح شكل (١) الأوضاع المختلفة لإعادة الهيكلة.



شكل رقم (١):

وعادة ما يستخدم اصطلاح الاندماج واصطلاح الاتحاد ليعنيان شيئاً واحداً، على الرغم من وجود اختلاف تشريعى بينهما، فالاندماج Merger يتضمن الجمع بين منشأتين أو أكثر، لتبقى واحدة منها ويختفى الباقون، وعادة ما تكون المنشأة الباقية هى الأكبر حجماً. أما الاتحاد Consolidation فيتضمن أيضاً الجمع بين منشأتين أو أكثر، ليختفوا جميعاً، وتظهر منشأة باسم جديد، تتملك أصول كافة المنشآت الداخلة فى الإتحاد. ولننس من الآن الفروق القانونية، ونتفق على قبول اصطلاح الاندماج لينطوى فى كنفه الاتحاد.

أما التوسع فيتميز بالسهولة واليسر، كما لا يتطلب إجراءات قانونية لنقل ملكية أصول المنشأة المندمجة ***Acquired Firm*** إلى المنشأة المندمج فيها ***Acquiring Firm***، فضلاً

عن أنه لا ينطوى على استخدام أساليب عدوانية، كما هو الحال فى بعض السبل الأخرى للسيطرة. فموافقة حملة أسهم المنشأتين مسألة جوهرية، وعادة ما يتمثل ذلك فى الحصول على موافقة ثلثى حملة الأسهم. هذا، ويعطى القانون لحملة الأسهم ما يسمى بحقوق التقييم *Appraisal Rights* التى تعطى الحق لأى مجموعة معارضة من حملة أسهم المنشأة المستهدفة للاندماج، اللجوء إلى هيئة البورصات والأوراق المالية *Security and Exchange Commission* طلباً للحماية، إذا ما شعروا بأن تسعير السهم غير عادل؛ إذ قد يكون من الصعب أن تتفق المنشأة الراغبة فى تنفيذ الاندماج والمجموعة المعارضة على ما يمكن أن يكون عليه السعر العادل. هنا تطول الاجراءات وترتفع تكاليف تنفيذ الاندماج، خاصة فيما يتعلق بأتعاب المحامين، وهى أتعاب مرتفعة بطبيعتها.

نعم، الاندماج أسلوب قديم من أساليب إعادة الهيكلة، ولكن مازال أسلوبًا ينطوى على هندسة مالية، تناولها فى هذا الفصل له ميزة. ميزة إزالة الرهبة من ارتياد هذا المجال الذى يقود الآن الإدارة المالية، بعد أن جفت ينابيع النظريات الحديثة فى الاستثمار ومصادر التمويل. والآن سوف نسعى لتفهم أساسيات الهندسة المالية وأهدافها، من خلال تناول الصور التى يمكن أن يكون عليها الاندماج.

المطلب الأول
التملك بالاندماج Merger
(الشروط-الإجراءات-النتائج)

يقصد بالاندماج توحيد شركتان أو أكثر فى كيان واحد، وقد يكون هذا الكيان جديد، بمعنى ذوبان هوية كل شركة فى شكل جديد تحت مسمى جديد، أو اندماج شركة أو عدة شركات صغيرة فى شركة كبيرة تحت اسم الشركة الأخيرة، أو تحت اسم مشترك لهذه الشركات، وتسمى الشركات الصغيرة بالشركات المندمجة والشركة الكبيرة بالشركة الدامجة.

شروط الاندماج : من أهم شروط الاندماج موافقة الجمعية العامة غير العادية لكل شركة على الاندماج، بالإضافة إلى إعداد مشروع مسودة للمشروع، يوافق عليها مجلس إدارة كل شركة، وتشمل أسس تقويم الأصول واحتساب القيمة الحقيقية لسهم الشركة المندمجة، كما يجب الحصول على موافقة الجهات الإدارية كل بحسب تبعية إشرافها (هيئة الإستثمار - هيئة سوق المال)... إلخ.

إجراءات الدمج : نظمت اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩/ ٨١ فى موادها من ٢٨٩/ ٢٩٨ كالتالى :

أولاً : إعداد مشروع عقد الاندماج بمعرفة مجلس الإدارة لكل شركة داخلة فى الاندماج، على أن يتضمن ما يلى :

أ - دواعى الاندماج وأغراضه والشروط التى يتم بناءً عليها.

ب-التاريخ المحدد للاندماج.

جـ- التقدير المبدئى لأصول وخصوم الشركات المندمجة فى تاريخ محدد.

د - كيفية تحديد حقوق مساهمى كل شركة.

ويجب أن يرفق بمشروع العقد تقرير بالأسس، التى يتم بناء عليها التقدير المبدئى للأصول والخصوم المشار إليها، معتمداً من مراقبى حسابات كل شركة، وذلك قبل عرض الموضوع على الجمعيات العامة للشركات بشهرين على الأقل.

ويتضمن التقرير المذكور المقابل الذى ستحصل عليه الشركة المندمجة إذا ما كانت قيمة أصولها الحقيقية تزيد عن القيمة الدفترية، ويجب أن توضع تحت تصرف مراقب الحسابات كافة السجلات والمستندات اللازمة لأداء مهمته، كما يجب أن يكون التقرير معداً ومودعاً بمركز كل شركة قبل اجتماع جمعيتها العامة غير العادية للنظر فى مشروع عقد الاندماج بخمسة عشر يوماً على الأقل.

ويشترط للسير فى إجراءات الاندماج موافقة الجمعية العامة غير العادية بأغلبية الأصوات على زيادة أو خفض رأس المال أو تعديل عقدها أو نظامها الأساسى بحسب الأحوال لكل من الشركة الدامجة والمندمجة.

ثانياً : إذا ترتب على الاندماج زيادة فى التزامات مساهمى أى شركة يجب أن يتم الموافقة على عقد الاندماج بإجماع المساهمين.

ثالثاً : إذا نتج عن الاندماج إنشاء شركة مساهمة جديدة تحت اسم جديد وجب إتباع إجراءات التأسيس العادية فى مثل هذه الأحوال، أما إذا تم الاندماج فى شركة قائمة، وجب بأن يقدم عقد الاندماج مصحوباً بنظام الشركة الدامجة بعد تعديله للجهة الإدارية المختصة، ثم يصدر القرار الوزارى بالاندماج، ويتم إتباع إجراءات القيد فى السجل التجارى والشهر وفقا للإجراءات المعمول بها تباعاً.

رابعاً : فى حالة اعتراض أحد المساهمين أو مجموعة منهم على عملية الاندماج فى الجمعية العامة، التى دعيت للنظر فى ذلك، فإن لهم أن يطلبوا إثبات اعتراضهم بمحضر الجلسة، كما يجوز لمن لم يحضر منهم هذا الاجتماع بسبب عذر مقبول يمنعه من الحضور، بأن يبادر بإخطار مجلس الإدارة بكتاب موصى عليه بعلم الوصول، ويشير

إلى رغبته فى التخارج، من الشركة وعلى المجلس إخطاره بكتاب موصى عليه بعلم الوصول خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ وصول كتابه، بما إذا كان عذره مقبولاً بحسب القواعد الموضوعة من قبل الجمعية من عدمه.

وفى حالة الخلاف بين الطرفين، يرفع صاحب الشأن الأمر إلى القضاء للبت فى مدى قبول العذر أو رفضه.

وفى جميع الأحوال، يجب على المساهمين الذين يرغبون فى التخارج تقديم طلب كتابى للشركة باليد أو بالبريد المسجل، خلال ثلاثين يوماً من قيد القرار الوزارى بالاندماج بالسجل التجارى، موضحاً به ما يملكونه من أسهم.

خامساً : يقوم مجلس الإدارة بإعلان المساهمين المتخارجين بالقيمة، التى قدرتها الشركة للأسهم الخاصة بهم وفقاً لتقرير مراقبى الحسابات، ويخطرهم بالتاريخ الذى توضع فيه المبالغ تحت تصرفهم.

وفى حالة عدم موافقتهم على هذه القيمة، يكون لهم حرية الالتجاء إلى القضاء لتقدير القيمة العادلة فى نظرهم.

سادساً : يعاد تشكيل مجلس إدارة الشركة الدامجة بما يتناسب وحقوق **مساهمى** الشركة المندمجة.

أهم نتائج الاندماج : ينشأ عن الاندماج تحقيق النتائج التالية :

١ - زيادة الربحية عن طريق تحسين الأداء وضغط النفقات.

٢ - الاستغلال الأمثل للكوادر الفنية فى كل شركة.

٣ - القدرة على التحرك السريع من خلال إمكانات أكبر وكفاءة أعلى.

٤ - الاستفادة من الشروط الأفضل عند التعامل مع الغير.

٥ - تطبيق مبدأ الإدارة بالأهداف على الوحدات التابعة.

٦ - تطبيق التكنولوجيا الحديثة فى الإنتاج لفتح أسواق جديدة.

الأشكال الرئيسية للاندماج :

هناك ثلاث صور للاندماج: اندماج أفقى، واندماج رأسى، ثم الاندماج المختلط. أما الاندماج الأفقى ***Horizontal Merger*** ويتضمن منشأتين تعملان فى النشاط نفسه، شركتين لإنتاج الكيماويات مثلاً. يحقق هذا الأسلوب مزايا الحجم الكبير ***Economy of Scale*** ، التى من شأنها أن تسهم فى تخفيض تكاليف العمليات للمنشأة

المندمج فيها. وبالطبع يشترط لإتمام هذا النوع من الاندماج أن لا يؤدى تركيز النشاط فى القطاع المعين، فى عدد محدود من المنشآت، إلى أن يكون منذراً بحالة احتكار.

أما الاندماج الرأسى ***Vertical Merger*** فيتم بين منشأتين يعملان فى أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة. مثال ذلك اندماج شركة منتجة للمواد الخام مع شركة أخرى تنتج سلعة نهائية، تعتمد أساساً على المواد الخام التى تنتجها الشركة الأخرى. مثال ذلك اندماج شركة لاستخراج البترول فى شركة تتولى تكريره. ففضلاً عن الوفورات فى المصروفات الإدارية والبيعية، هناك تأمين حصول شركة التكرير على المواد الخام، وهو ما قد يسهم فى تحقيق الإستقرار فى تدفقاتها النقدية.

وأخيراً يأتى الاندماج المختلط Congiomerate Merger الذى يوفر سبل تنويع نشاط المنشأة، مما يسهم فى الحد من مخاطر التقلب فى التدفقات النقدية. فضلاً عن إمكانية استخدامه لتحسين المركز التفاوضى مع النقابات العمالية، إنها هندسة مالية، تبرزها فى أبهى صورها شركة جنرال إليكتريك، التى تتعدد وتتنوع أنشطتها الإنتاجية، من سلع معمرة، إلى أدوات طبية، إلى منتجات تستخدم فى صناعة الطائرات والسيارات. هذا التنويع فى النشاط من شأنه أن يسهم فى الحد من التقلب فى التدفقات النقدية، كما يسهم فى الصمود أمام النقابات العمالية.

فبفضل تنوع أنشطة الشركة أصبح العاملون فيها ينتمون إلى عديد من النقابات العمالية. ولما كانت عقود العمل فى كل نشاط، تنتهى فى تاريخ مختلف عن عقود العمل فى أنشطة أخرى، فقد أتيحت فرصة كبيرة للشركة للصمود فى التفاوض مع كل نقابة، فحتى لو قرر العاملون فى نشاط معين الإضراب لعدم ملاءمة المقترحات المقدمة من الشركة، فلن تتأثر التدفقات النقدية للشركة القدر نفسه بالذى كان يمكن أن يكون عليه الحال، لو أن الشركة قائمة على نشاط واحد، وتتعامل مع نقابة عمالية واحدة.

إن تأمل الصور الثلاث للاندماج، يكشف عن توافر أركان الهندسة المالية، فلقد تغير شكل المنشأة المندمج فيها ***Acquiring***، وتحققت مكاسب لكل الأطراف. فملاك المنشأة المندمجة أتيحت لهم فرصة لتحقيق المكاسب. تتحقق تلك المكاسب من إنتقال ملكيتهم إلى المنشأة المندمج فيها بكل إمكانياتها وفرص نجاحها ونموها نتيجة للوفورات الاقتصادية. وإذا كان الاندماج من خلال شراء الأسهم، فإن السعر الذى يشترى به السهم عادة ما يزيد عن سعر السوق، كسبيل لإغراء حملة الأسهم لبيع أسهمهم.

وملاك المنشأة المندمج فيها حققوا أيضاً مكاسب من الوفورات الاقتصادية، حتى إذا كان شراء السهم بسعر يفوق قيمته الاقتصادية، فقيمة الوفورات قد تفوق فى

قيمتها المبالغ الزائدة التى دفعت لشراء تلك الأسهم. بل ونضيف أن عملية الاندماج عندما تتم من خلال شراء الأسهم، فإنه من شأنها أن تولد المزيد من الوفورات الضريبية. فتمويل العملية عادة ما يتم من أموال مقترضة، يتحقق من ورائها عائد المالى أو عائد المتاجرة بالملكية، هذا فضلاً عن الوفورات الضريبية لفوائد تلك القروض، والزيادة فى قسط الإهلاك نتيجة لإعادة تقييم الأصول المشتراة، بل إن الإهلاك قد يتم باستخدام القسط المتناقص، بما يؤدى إلى زيادة القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

المطلب الثانى

التوسع Expansion

التوسع بالامتلاك هو صورة من صور السيطرة. وتبدأ جهود التوسع بمحاولة امتلاك جزء أو كل أسهم شركة أخرى أو امتلاك أصولها. وسوف يتركز العرض هنا على الإمتلاك بشراء الأسهم؛ إذ لا تقتضى إجراءات التملك بشراء الأصول سوى موافقة أغلبية المساهمين على أساس أن السيطرة فى هذه الحالة لابد وأن تكون سلمية، على عكس السيطرة بامتلاك أسهم التى قد تكون سلمية أو عدوانية. ويقصد بالسيطرة السلمية ***Friendly Takeover*** تقديم المنشأة الراغبة فى السيطرة ***Acquiring Firm*** إقتراح إلى إدارة المنشأة المستهدفة ***Target Firm*** يتضمن الرغبة فى الإمتلاك[1]، التى عادة ما تنتهى بالإبقاء على وظائف أعضاء الإدارة الحالية.

أما السيطرة العدوانية ***Hostile Takeover*** ، والتى تعد صورة من صور الهندسة المالية، فقد يتم اللجوء إليها فى حالة فشل محاولة السيطرة السلمية، كما يمكن اللجوء إليها مباشرة أى دون إعطاء فرصة للسيطرة السلمية، وهو ما يطلق عليه عناق الدب ***Bear Hug***، ياله من عناق شرس!! ففى هذا النمط من السيطرة، يتم تخطى إدارة المنشأة المستهدفة وإجراء إتصال مباشر بمجلس إدارتها، حيث يتم عرض إقتراح إمتلاك الشركة. وعادة ما يتضمن العرض ضرورة الرد على الاقتراح على وجه السرعة. بل وقد يتم إخطار مجلس الإدارة بأن المنشأة الراغبة فى السيطرة، سوف تطرح عطاء مباشرًا لحملة أسهم المنشأة المستهدفة، إذا لم يتعاون مجلس إدارتها.

وهكذا، فالبديل لعناق الدب، هو قيام الشركة الراغبة فى السيطرة بالاتصال المباشر بحملة الأسهم، دون تقديم أى عروض لمجلس إدارتها. ويكون الاتصال من خلال وسائل الإعلام، حيث يطرح لهم عطاء لبيع الأسهم التى يمتلكونها ***Tender Offer*** بسعر يزيد عن قيمتها السوقية، بقدر كاف لحثهم على البيع. بل وقد يتم

(١) السيطرة السلمية قد تتم بشراء الأسهم أو استبدال الأسهم بأسهم الشركة الراغبة فى السيطرة.

الاتصال بهم بإرسال خطابات على عناوينهم. ومن المفترض قانوناً أن تقدم إدارة المنشأة المستهدفة عناوين حملة الأسهم إلى المنشأة الراغبة فى السيطرة، غير أنه نادراً ما يتم اللجوء لذلك، بسبب احتمال تعطيل الإدارة لإجراءات الاتصال. ولا يعتبر التراخى فى إعطاء عناوين حملة الأسهم هو الأداة الوحيدة، التى تستخدمها الإدارة، فهناك أدوات دفاعية أخرى متعددة، تمثل كل واحدة منها نوعًا من الإبداع تقدمه لنا الهندسة المالية.

الهندسة المالية فى إعادة الهيكلة :

من أبرز صور الهندسة المالية فى إعادة الهيكلة توفير سبل التمويل الملائمة، والإسراع فى التنفيذ وبتكاليف أقل للصفقة، ووضع الأساس لقرار الاندماج، والأدوات الدفاعية المستخدمة لمواجهة السيطرة العدوانية. وسوف نعرض لتلك الصور من الهندسة المالية فى هذا القسم.

١ - توفير سبل التمويل :

قد تكون ضربة البداية فى الاندماج عن طريق المهندسين الماليين، فهم يقومون بالبحث عن المنشآت التى تتوافر لها السيولة. وترغب فى الوقت فى شراء منشآت أخرى، وأيضاً تحديد المنشآت التى قد تكون مستهدفة للامتلاك من قبل منشآت أخرى، وما إذا كانت المنشآت المستهدفة راغبة فى أن تباع، أو ما إذا كان حملة أسهمها قد بلغ بهم الاستياء مبلغه، ولا يمانعون من بيع ما يمتلكونه من أسهم، بسعر ملائم للسهم، عادة ما يكون أكبر من قيمته السوقية.

وإذا ما تحقق للمهندسون الماليون بغيتهم، وعادة ما يكونوا من الخبراء الماليين لمستشار استثمار، فإنهم يجرون الاتصال بالأطراف المعنية. وإذا ما راقت الفكرة للمنشأة الراغبة فى الاستحواذ، وأبدت رغبتها فى سرعة تنفيذ العملية، قبل أن تلجأ إدارة المنشأة لاستخدام تكتيكات دفاعية، حينئذ يقوم مستشار الاستثمار ذاته بتقديم عروض تمويل عاجلة، يطلق عليها قروض المعبر ***Bridge Loans***، وتمثل تلك القروض مصادر مؤقتة، يتم إحلالها لاحقاً بأموال مقترضة طويلة الأجل، فى مقدمتها إصدار سندات منخفضة الجودة ***Junk Bonds***. ويتحدد حجم الأموال المقترضة المطلوبة وتواريخ سدادها، بناء على تقدير التدفقات النقدية المستقبلة.

بعد ذلك يتم الاتصال بالمؤسسات المالية المعنية، تمهيداً لبيعها سندات تصدرها المنشأة الراغبة فى السيطرة. وعادة ما يكون معدل الكوبون الذى تحمله تلك السندات ملائمًا، خاصة فى الحالات التى يترتب فيها على الاندماج استقرار فى التدفقات النقدية

للمنشأة المندمج فيها، وهو ما يعنى انخفاض المخاطر التى يتعرض لها المقرض. ولاتعتبر السندات منخفضة الجودة هى المصدر الوحيد، فهناك مصادر مالية أخرى ممكنة، سنعرض لها فيما بعد.

بل وقد يذهب المهندسون الماليون العاملون مع خبراء الاستثمار لأبعد من ذلك. فقد يقوم هؤلاء الخبراء مسبقاً بالاستثمار فى محفظة من أسهم منشآت مستهدفة للسيطرة، وعادة ما يكون ذلك بأسعار مناسبة؛ إذ عادة ما يتم الشراء فى الأوقات التى يبدى فيها حملة أسهم الشركة استياءهم من أداء الإدارة، ورغبتهم فى التخلص من ملكيتهم فيها. وعندما ينجح مستشار الاستثمار فى العثور على منشأة راغبة فى السيطرة على واحدة من المنشآت المستهدفة، التى تتضمن المحفظة أسهمها، حينئذ يمكن بيع تلك الأسهم للمنشأة المعنية بما يسهل عليها الانتهاء من عملية السيطرة بسرعة كبيرة ولو بتكلفة رأسمالية عالية.

٢ - سرعة التنفيذ بتكلفة أقل :

من أبرز الابتكارات الحديثة التى تمثل نوعاً من الهندسة المالية، هو تقديم العطاءات لشراء الأســـهم على مرحلتين ***Two-Tier Offer or Two-Step Buyout*** بدلاً من مرحلة واحدة، كأداة لتخفيض تكلفة الصفقة وسبيل لسرعة تنفيذها. فى المرحلة الأولى ***First Tier*** تسعى الشركة الراغبة فى السيطرة لتملك نسبة تمكنها من التحكم فى مقاليد الأمور عادة ما تكون فى حدود ٥١٪ من أسهم رأس المال، بالإعلان عنها بشروط مغرية سواء من حيث السعر أو من حيث طريقة السداد، التى عادة ما تكون نقداً فى هذه الحالة، كما تعلن فى الوقت نفسه أن أى عرض للبيع بعد تاريخ معين فى المرحلة الثانية Second Tier ، سوف يكون بسعر أقل، كما أن الدفع قد يكون فى صورة أسهم ممتازة أو سندات.

فمثلاً، قد تعلن الشركة الراغبة فى السيطرة عن رغبتها فى شراء حصة قدرها ٥١٪ من أسهم الشركة المستهدفة، خلال أسبوعين بسعر ٥٠ جنيهًا للسهم، تدفع نقداً، أما من يتأخر عن ذلك التاريخ فسوف ينخفض السعر المعروض إلى ٤٠ جنيهًا للسهم، على أن يكون السداد بأسهم ممتازة. هذا الإجراء الذى من شأنه أن يؤدى إلى سرعة التنفيذ، وقد يسهم أيضاً فى تخفيض التكلفة الكلية عما إذا كان العرض لمرة واحدة ***One-tier or One-Step-Buyout***. فلو أن سعر الشراء فى ظل نظام الشراء بعرض واحد هو ٤٨ جنيهًا، بينما الشراء فى ظل العرض مرتين هو ٥٠ جنيهًا لحصة قدرها ٥١٪ من مجموع الأسهم، و٤٠ جنيهًا لباقى الحصة، وأن رأسمال الشركة المستهدفة

يتكون من مليون سهم، حينئذ تكون القيمة الكلية للصفقة فى حالة العرض مرة واحدة ٤٨ مليون جنيه، أما فى حالة العرض مرتين فسوف تكون قيمة الصفقة ٤٥.١ مليون جنيه. بوفورات قوامها ٢و٩ مليون جنيه.

القيمة المدفوعة فى المرحلة الأولى	٢٥.٥ مليون جنيه
مليون سهم × ٥١٪ × ٥٠ جنيه	
القيمة المدفوعة فى المرحلة الثانية	١٩.٦ مليون جنيه
مليون سهم × ٤٩٪ × ٤٠ جنيه	٤٥.١ مليون جنيه

وحماية لصغار المستثمرين قليلى الخبرة، الذين قد يتقدمون خلال الفترة المحددة، ولكن بعد استنفاد نسبة الـ ٥١٪، تدخلت هيئة البورصات والأوراق المالية SEC، وجعلت شراء الحصة الأولى على أساس نسبة وتناسب لعدد الأسهم المعروضة للبيع، فلو أن عدد الأسهم التى عرضت للبيع خلال الفترة المحددة هو ٧٥٠ ألف سهم، فى حين أن المطلوب فى المرحلة الأولى هو ٥١٠ ألف سهم، أى بنسبة ٦٨٪ من الكمية المعروضة للبيع، فإن معنى هذا أن من يعرض ١٠٠ سهم خلال الفترة، سوف تشترى منه المنشأة ٦٨ سهمًا فقط.

٣ - اختيار الشركة المستهدفة :

أسهمت الهندسة المالية كذلك، فى وضع الأساس لاختيار الشركة المستهدفة للامتلاك، بما يضمن تحقيق مكاسب لحملة أسهم الشركة الراغبة فى السيطرة. ولتسهيل العرض سوف نتجنب تعقيدات دفع البائع للضريبة على الأرباح الرأسمالية المتولدة، إذ سنفترض أن المنشأة «أ» ترغب فى امتلاك المنشأة «ب» بأسلوب استبدال الأسهم. ويوضح جدول (١) بعض البيانات المتاحة عن المنشأتين.

جدول (١)

بيانات مالية عن المنشأتين آ ، ب

البيـــــان	المنشأة (أ)	المنشأة (ب)
الربحية الحالية.	٨.٠٠٠.٠٠٠	٣.٠٠٠.٠٠٠
عدد الأسهم.	٢.٠٠٠.٠٠٠	١.٢٠٠.٠٠٠
ربحية السهم.	٤.٠	٢.٥
القيمة السوقية للسهم.	٥٠.٠	٢٠.٠
نسبة سعر السهم إلى ربحيته.	١٢.٥	٨.٠

فإذا ما افترضنا أن المنشأة «أ» عرضت سعراً للسهم فى رأسمال المنشأة «ب» قدره ٢٥ جنيه يدفع فى صورة أسهم، فى حين أن القيمة السوقية للسهم ٢٠ جنيهًا، حينئذ ستكون نسبة الاستبدال ***Exchange Ratio*** بناء على بيانات جدول (١) تساوى ٠،٥ (٢٥ ÷ ٥٠) على أساس أن القيمة السوقية لسهم المنشأة «أ» هى ٥٠ جنيهًا. هذا يعنى أن يحصل ملاك المنشأة «ب» على سهم واحد فى رأسمال المنشأة «أ» فى مقابل كل سهمين يمتلكونها فى رأسمال المنشأة «ب»، ليرتفع عدد أسهم رأسمال المنشأة «أ» بما يعادل ٦٠٠ ألف سهم (١،٢٠٠،٠٠٠ سهم × ٥،٠٠) ليصبح ٢،٦ مليون سهم، والآن لو أن ربحية المنشأة «أ» بعد الاندماج سوف تساوى مجموع ربحية المنشأتين معاً أى تصبح ١١ مليون جنيه، حينئذ سوف ترتفع ربحية السهم بعد الاندماج، لتصبح ٤،٢٣ جنيه (١١ مليون جنيه مقسومة على ٢،٦ مليون سهم).

وهكذا يبدو أن الملاك الأصليين للمنشأة «أ» قد حققوا- نتيجة للاندماج- زيادة فى ربحية السهم قدرها ٢٣ قرشاً. هذه المكاسب لابد وأن تكون على حساب حملة أسهم المنشأة «ب»، مادمنا قد افترضنا عدم وجود وفورات أو مكاسب من أى نوع نتيجة للاندماج. ولإثبات ذلك نشير إلى أن حملة أسهم المنشأة «ب» قد حصلوا فى مقابل كل سهم يمتلكونه فى رأسمال تلك المنشأة على ٠،٥ سهم من أسهم المنشأة «أ»، يتولد عنه ربحية قدرها ٢،١٢ جنيه (٤،٢٣ × ٠،٥)، فى حين أن ربحية السهم فى رأسمال المنشأة «ب» كان ٢،٥ جنيه، أى انخفضت ربحية السهم عما كانت عليه قبل الاندماج بما يعادل ٣٨ قرشًا.

والآن دعنا نفترض أنه لحث حملة أسهم المنشأة «ب» على قبول فكرة الاندماج، فقد عرضت المنشأة «أ» سعراً للسهم قدره ٤٠ جنيه. هنا ستكون نسبة الاستبدال ٠،٨ (٤٠ ÷ ٥٠)، بما يعنى أنه سيضاف إلى رأسمال المنشأة «أ» ٩٦٠ ألف سهم (١،٢٠٠،٠٠٠ سهم × ٠،٨)، وكنتيجة لذلك يتوقع أن تنخفض ربحية السهم لتصبح ٣،٧٢، وهو ما يلحق الضرر بحملة أسهم المنشأة «أ». وحيث إننا افترضنا عدم وجود وفورات أو مكاسب نتيجة للاندماج، فإنه يتوقع أن يقابل ذلك مكاسب لحملة أسهم المنشأة «ب». وهذا ما حدث، إذ حصل حامل السهم على أرباح قدرها ٢.٩٨ جنيه (٣،٧٢ × ٠،٨) عن كل سهم كان يمتلكه فى رأسمال المنشأة «ب»، فى مقابل ٢،٥ جنيه كان يحصل عليها قبل الاندماج. ويطلق على ما حدث لربحية السهم فى المنشأة «أ» نتيجة للاندماج بتخفيف أو تخفيض ***Dilution*** ربحية السهم.

وكقاعدة عامة، تحدث ظاهرة التخفيف عندما تكون نسبة سعر السهم إلى ربحيته فى المنشأة المندمجة، أعلى من مثيله للمنشأة المندمج فيها. فعند تسعير سهم المنشأة «ب»

بمبلغ ٢٥ جنيهًا، كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته ١٠ مرات (٢٥ ÷ ٢٫٥) وهى أقل من مثيلتها للمنشأة المندمج فيها (١٢٫٥) مرة، ومن ثم لم يحدث أى تخفيف، بل زادت ربحية سهم المنشأة المندمج فيها. أما عند تسعير السهم بمبلغ ٤٠ جنيه، فقد ارتفعت نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأة المندمجة، حيث بلغت ١٦ مرة، وهى أعلى من مثيلتها للمنشأة المندمج فيها (١٢٫٥) مرة، ومن ثم حدث التخفيف؛ أى انخفضت ربحية السهم للمنشأة المندمج فيها. إنها الهندسة المالية التى وضعت لنا هذا المعيار لاتخاذ قرار الاندماج.

ولكن إذا كان هذا هو التصور قبل حدوث الاندماج بالفعل، فهل ينبغى أن تقدم المنشأة «أ» على قرار الاندماج ؟ نعم، عليها أن تفعل ذلك فى الحالة الأولى، طالما سيترتب على الاندماج تحسن فى ربحية السهم. ولكن هل هذا يعنى بالضرورة رفض فكرة الاندماج فى الحالة الثانية، الإجابة بالنفى. فلو أن التوقعات المستقبلة تشير إلى أن معدل نمو ربحية المنشأة «ب» مبشر، أو أن هناك وفورات سوف تنجم عن عملية الاندماج Synergistic Effects، فقد يكون لقرار الاندماج ما يبرره. فقد يترتب على الاندماج بلوغ ربحية سهم المنشأة «أ» بمستوى يفوق ما كانت عليه قبل الاندماج، وهو ما يترك أثره الإيجابى على مضاعف الربحية للشركة المندمج فيها، الذى هو متغير جوهري، يأخذه المهندسون الماليون فى الحسبان عند اختيار المنشأة التى يمكن أن تكون هدفاً للسيطرة.

وحينما نتقدم خطوة أخرى إلى الأمام، ونضع قاعدة تحدد نسبة الإستبدال لأسعار السوق Exchange Ratio of Market Prices التى تقاس بالمعادلة التالية رقم - ١.

$$\text{نسبة الإستبدال لأسعار السوق} = \frac{\text{س} \times \text{ن}}{\text{ص}} \quad (١)$$

حيث تمثل «س» القيمة السوقية لسهم المنشأة الراغبة فى السيطرة، و«ص» تمثل القيمة السوقية لسهم المنشأة المستهدفة. أما «ن» فتمثل عدد الأسهم فى رأسمال المنشأة المشترية الذى سيحصل عليه حامل سهم المنشأة المستهدفة، فى مقابل كل سهم يمتلكه.

والآن، دعنا نفترض منشأتين، هما جـ ، د اللذين يوضح جدول (٢) بعض بياناتها المالية، حيث يكشف عن قيمة سوقية لسهم المنشأة المشترية، أى المنشأة «جـ»، قدرها ٤٠ جنيهًا، فى مقابل قيمة سوقية قدرها ١٠ جنيهات لسهم المنشأة المستهدفة،

أى المنشأة «د». وإذا ما تم الإتفاق على حصول المستثمر فى المنشأة المستهدفة، على ربع سهم فى رأس مال المنشأة المشترية فى مقابل كل سهم يمتلكه، فإن نسبة الاستبدال لأسعار السوق تصبح مساوية للواحد الصحيح.

جدول (٢)

بيانات مالية عن المنشأتين جـ، د

البيـــــــان	المنشأة (جـ)	المنشأة (د)
الربحية الحالية.	١،٢٠٠،٠٠٠	٨٠٠،٠٠٠
عدد الأسهم.	٦٠٠،٠٠٠	٥٠٠،٠٠٠
ربحية السهم.	٢	١،٦
القيمة السوقية للسهم.	٤٠	١٠
نسبة سعر السهم إلى ربحيته.	٢٠	٦،٢٥

نسبة الاستبدال لأسعار السوق = $\frac{٤٠ \times ٠،٢٥}{١٠}$ = ١

قد لا تبدو هذه النسبة مشجعة لحملة أسهم المنشأة المستهدفة، لماذا ؟ لأن سعر الإستبدال (٤٠ × ٠،٢٥ = ١٠ جنيهات) هو ذاته سعر السوق (١٠ جنيه). ومن ناحية أخرى، لو كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأة المشترية تفوق مثيلتها للمنشأة المستهدفة، وكانت المنشأة المشترية قادرة على المحافظة على نسبة سعر السهم إلى ربحيته بعد الاندماج، فقد تقبل شراء سهم المنشأة المستهدفة بسعر أعلى من سعر السوق، ليحقق حملة أسهم المنشأتين بعض المكاسب. وهذه قاعدة أساسية فى الإختيار، وضعها لنا أيضاً المهندسون الماليون.

وللتأكد من ذلك دعنا نفترض أن المنشأة المشترية «جـ» قد وافقت على منح المستثمر فى المنشأة «د» ٠،٣ سهم، فى مقابل كل سهم يمتلكه. هنا ستكون نسبة الإستبدال ١،٢.

نسبة الإستبدال لأسعار السوق = $\frac{٤٠ \times ٠،٣}{١٠}$ = ١،٢

جدول (٣)

بعض البيانات المحاسبية عن المنشأة جـ

بعد الاندماج

الربحية الحالية.	٢٠٠٠٠٠٠٠
عدد الأسهم.	٧٥٠٠٠٠٠
ربحية السهم.	٢٫٦٧
القيمة السوقية للسهم.	٥٣٫٤٠
نسبة السعر / الربحية.	٢٠

هذا يعنى أنه تم تقييم سعر سهم المنشأة المستهدفة بمبلغ ١٢ جنيهًا (١٠× ١٫٢)، وهى ما يعنى مكاسب لحملة أسهمها. ولكن ماذا عن المنشأة المشترية؟ يتطلب الأمر تحليل جدول (٣)، الذى يوضح بعض البيانات المالية للمنشأة «جـ» بعد الاندماج، مع ملاحظة أن الربح الكلى هو مجموع ربحية المنشأتين، أما عدد الأسهم فقد زاد بمقدار الأسهم التى حصل عليها حملة أسهم المنشأة المستهدفة، أى ١٥٠ ألف سهم (٥٠٠.٠٠٠ سهم × ١٢جنيهًا ÷ ٤٠ جنيهًا)، لننتهى إلى ربحية للسهم (٢٫٦٧ جنيه) تزيد عما كانت عليهـا قبل الاندماج (٢ جنيه). ولعل القارئ يتذكر أننا افترضنا ثبات نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأة الراغبة فى الامتلاك (٢٠ مرة)، ومن ثم فقد ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى ٥٣٫٤٠ جنيه، وهى تفوق ما كانت عليه قبل الاندماج (٤٠ جنيهًا).

وقد أسفر الاندماج عن مكاسب للطرفين، فحملة أسهم المنشأة المستهدفة استبدلوا الأسهم التى يمتلكونها على أساس سعر بلغ ١٢ جنيهًا، فى حين أن قيمته السوقية ١٠ جنيهات. كذلك حقق حملة أسهم المنشأة المشترية مكاسب واضحة، ذلك أن القيمة السوقية للسهم قد ارتفعت من ٤٠ جنيه إلى ٥٣٫٤ جنيهًا (٢٫٦٧ × ٢٠ مرة) رغم استبدال سهم المنشأة المستهدفة على أساس سعر أعلى من سعر السوق.

ماذا حدث؟ هل لمجرد الاندماج تتحقق كل هذه المكاسب ؟ هذا يبدو محيراً؛ خاصة ونحن قد افترضنا عدم وجود أى تأثير إيجابى على الربحية نتيجة الاندماج، فالربحية الكلية هى مجموع ربحية المنشأتين قبل الاندماج وما حدث هو أن استبدال سهم المنشأة «د» على أساس سعر للسهم قدره ١٢ جنيهًا، قد ترتب عليه انخفاض فى عدد الأسهم المضافة إلى رأس مال المنشأة «جـ»، وإرتفاع ربحية السهم بالتبعية، مقارنة بما كان يمكن أن يكون عليه الحال لو أن الاستبدال كان قد تم على أساس سعر للسهم قدره ١٠ جنيهات. وفى ظل افتراض ثبات نسبة سعر السهم إلى ربحيته، ارتفعت القيمة السوقية للسهم بعد الاندماج.

قد يعترض القارئ على هذا التحليل، على أساس أنه تحليل غير واقعى، عندما يتسم السوق بالكفاءة، ففى مثل هذا السوق لا يمكن أن يتحقق نمو فى القيمة السوقية للسهم لمجرد الاندماج، طالما لم يولد الاندماج أى مزايا إضافية؛ فالسوق الذى يتميز بالكفاءة، يصعب فيه افتراض ثبات نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأة المشتريـة. فنسبة سعر السهم إلى ربحيته بعد الاندماج هى المتوسط المرجح لنسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأتين المندمجتين أى ١٣.٧ مرة فى هذا المثال ($٢٠ \times \frac{٦٬٠٠٠٬٠٠٠}{١١٬٠٠٠٬٠٠٠} + ٦.٢٥ \times \frac{٥٬٠٠٠٬٠٠٠}{١١٬٠٠٠٬٠٠٠}$)، ليسفر الاندماج عن انتقال الثروة من ملاك المنشأة المشترية إلى ملاك المنشأة المستهدفة. فقيمة سهم المنشأة المشترية سينخفض من ٤٠ جنيهًا إلى ٣٦٫٠٦ جنيه (١٣٫٧ × ٢٫٦٧) مقابل ارتفاع قيمة سهم المنشأة المشتراة من ١٠ جنيهات إلى ١٢ جنيه، كما سبق أن ذكرنا.

هذا صحيح.. ولكن علينا أن نتذكر أن ذلك لسبب افتراض كفاءة السوق. بعبارة أخرى أنه عندما يتعلق الأمر بعمليات اندماج فى أسواق لا تتسم بالكفاءة، كما هو الحال فى أسواقنا العربية، فإن الصورة لابد أن تختلف، ولا سيما أننا قد افترضنا أن الاندماج لن يترتب عليه وفورات أو مكاسب من شأنها أن تزيد من الربحية المتوقعة للسهم، فى حين أن الاندماج قد يترتب عليه مثل هذه المكاسب والوفورات، التى تزيد من ربحية السهم، وتجعل الزيادة فى القيمة السوقية للسهم بعد الاندماج أمراً متوقعاً. يؤيدنا فى ذلك النظريات الاقتصادية التى قدمت لنا اقتصاديات الحجم، كما يؤيدنا الواقع الذى تشهد عليه شركة جنرال إليكتريك، على النحو الذى سبق الإشارة إليه فى القسم الأول من هذا المبحث.

قد نجد من يعترض على وجود تأثير إيجابى للوفورات على قيمة المنشأة بعد الاندماج، وهم يحتمون بذلك وراء فكر مدجليانى وميلر، اللذين يدعيان أن الاندماج ليس من شأنه أن يؤدى إلى جعل القيمة السوقية للمنشأة بعد الاندماج، أكبر من قيمة المنشأتين منفصلتين. ولقد اعتمدنا فى ذلك على ما يسمى بمبدأ القيمة المضافة Value Additivity Principle. ويقضى هذا المبدأ بأن القيمة السوقية للمنشأة بعد الاندماج والتى تتكون من منشأتين هما «أ، ب» مثلاً تعادل القيمة السوقية للمنشأة (أ) مستقلة، مضافاً إليها القيمة السوقية للمنشأة (ب) مستقلة، وهذا ما توضحه المعادلة (٢).

قاب = قا + قب (٢)

حيث «ق» تمثل قيمة المنشأة.

وحتى إذا ما أسفر الاندماج عن تحقيق بعض المزايا، وأدى إلى تعظيم قيمة المنشأة بعد الاندماج لتفوق قيمة المنشأتين مستقلتين، على النحو الذى توضحه العلاقة الآتية، فإن من شأن عملية المراجحة Arbitrage أن تعيد الأمور إلى نصابها.

ق اب > قأ + قب

مثلاً ٣ > ١,٥ + ١ قيمة بالجنيهات

ذلك أن المستثمر الذى يضع نفسه فى موقف المفاضلة بين شراء المنشأة، التى تضم المنشأتين أ، ب معاً، شراء المنشأتين أ، ب مستقلتين، سيجد من صالحه أن يشترى المنشأتين أ، ب مستقلتين بقيمة قدرها ٢,٥ مليون جنيه (١,٥ مليون + مليون) ثم يدمجهما معاً، بدلاً من أن يشترى المنشأة التى تضم أ، ب بالفعل بقيمة قدرها ٣ ملايين جنيه. ومن المتوقع فى ظل هذه الظروف، أن يزداد الطلب على المنشآت المستقلة من النوع «أ، ب» وترتفع بالتالى قيمتها السوقية، وينخفض الطلب على المنشآت التى تضم أ، ب معاً وتنخفض بالتالى قيمتها السوقية، إلى أن يتحقق التساوى لطرفى العلاقة السابقة، ويفقد الاندماج مزاياه. إنها المراجحة التى هى فكرة جهنمية أضافها مدجليانى وميلر إلى قاموس الإدارة المالية.

ورغم عشق طلاب الإدارة المالية لفكرهما، إلا أن فكرة المراجحة تقوم على فروض قد لا تتحقق، ومن ثم نتوقع أن تكون للاندماج وفورات اقتصادية، سواء تعلق ذلك بالوفورات فى تكاليف أنشطة المبيعات أو المشتريات، أو الأنشطة المالية والإدارية وما شابه ذلك. ففى ظل الاندماج سوف لا تكون هناك أنشطة مكررة. وكنتيجة لذلك يتوقع أن تنخفض التكاليف وتكون ربحية المنشأتين بعد الاندماج أكبر من مجموع ربحيتهما قبل الاندماج، ومن ثم فإن قيمتهما معاً بعد الاندماج أكبر من مجموع قيمتهما قبله، وبعبارة أخرى أنه بفضل الوفورات الاقتصادية للاندماج تكون قيمة المنشأة المندمج فيها أكبر من قيمة الأجزاء المكونة لها *Synergism*.

مرة أخرى، تتجلى الهندسة المالية فى اختيارها للمنشأة المستهدفة، التى يكون من نتيجة اندماجها زيادة صافية فى ثروة ملاك المنشأة الراغبة فى الاستحواذ عليها. وهكذا فالاندماج هندسة مالية لكى تعلمنا وتساعدنا على تنمية مهارتنا فى هندسة أمور أخرى. ولكن كيف يمكن تقدير المكاسب من عملية الامتلاك، التى قد تكون فى صورة اندماج ؟

تقدير قيمة المكاسب الإضافية :

لعلنا نتذكر قرارات إحلال الأصول، وكيف أن تقييم قرار الإحلال يقوم على الفروق فى التدفقات النقدية Incremental Cash flow. نفس المنهج سوف نتبعه فى تقدير قيمة قرار اندماج منشأة «أ» مع منشأة «ب»، وهو ما يتحدد على ضوء المعادلة (٣) التالية :

$$\text{ك} = \text{ق ح «أ ب»} - (\text{ق ح «أ»} + \text{ق ح «ب»}) \quad (٣)$$

حيث «ك» تمثل المكاسب من عملية الامتلاك التى قد تنطوى على اندماج، ق ح «أ ب» تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأتين أ، ب معاً. ق ح «أ» تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأة أ، ق ح «ب» تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأة ب، قبل أن يندمجا.

الطرف الأيسر من المعادلة (٣) لا يخرج عن كونه القيمة الحالية لفروق التدفقات النقدية بين ما يتوقع أن تحققه المنشأة "أ ب" وما تحققه المنشأتين "أ، ب" بالفعل قبل أن يندمجا. وإذا كان الأمر كذلك، فإن المعادلة (٣) تصبح هى نفسها المعادلة (٤) :

$$\text{ك} = \frac{\Delta \text{ت}}{(١ + \text{م})^{\text{س}}} \quad (٤)$$

حيث Δ ت = Δ ى + Δ ص - Δ ض - Δ ل. «Δ ت» تمثل الفرق بين التدفقات النقدية للمنشأة «أ ب»، والتدفقات النقدية للمنشأتين «أ»، «ب» منفصلتين. «م» تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار، «Δ ى» يمثل التغير فى الإيرادات «Δص» يمثل التغير فى المصروفات «Δ ض» تمثل التغير فى المدفوعات الضريبية، «Δل» تمثل التغير فى حجم الإستثمار سواء كان استثمارًا فى أصول ثابتة أو فى رأس المال العامل.

غير أن كون قيمة «ك» موجبة، لا يعنى أن قرار الامتلاك قرار سليم بالضرورة. لماذا ؟ لأن المكاسب التى تعكسها قيمة «ك» قد لا تذهب كلها لملاك المنشأة المندمج فيها. يحدث هذا عندما تشترى المنشأة المستهدفة بقيمة أكبر من القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية، ويمثل الفرق نصيب ملاك المنشأة المستهدفة فى المكاسب، المتوقع أن تتولد عن الامتلاك. وهذا يعنى أنه ما لم تكن القيمة الحالية للمكاسب من الاندماج، أى قيمة «ك» أكبر من قيمة الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأة المندمجة،

والقيمة المدفوعة لشرائها، فإن قرار الامتلاك يصبح لا مبرر له. وتلخص المعادلة (٥) طبيعة هذه العلاقة.

ص ق ح لقرار الامتلاك = ك - (ل - ق ح «ب»)	(٥)

حيث «ل» تمثل القيمة المدفوعة لامتلاك المنشأة «ب».

ولتوضيح الفكرة، دعنا نفترض أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأتين «هـ، و» هى ١٠٥ مليون جنيه، ٥٠٠ ألف جنيه على التوالى. ويتوقع أن يترتب على الاندماج وفورات تبلغ قيمتها الحالية ١٠٠ ألف جنيه. هذا يعنى أن قيمة المنشأتين «هـ، و» بعد إندماجها، وهو ما يعادل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلة (٢،١ مليون جنيه) يفوق قيمة المنشأتين مستقلتين (القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية أى مليونى جنيه)، بما يعادل القيمة الحالية للوفورات أى ١٠٠ ألف جنيه. هذا ورغبة فى حث ملاك المنشأة «د» على قبول قرار الشراء، فقد عرضت المنشأة «جـ» دفع مبلغ قدره ٥٤٠ ألف جنيه لشراء المنشأة «د»، وهو ما يفوق قيمتها (القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية) بما يعادل ٤٠ ألف جنيه، ويمثل فى الوقت نفسه تكلفة قرار الشراء، الذى يخصم من القيمة الحالية للوفورات المتوقعة، ليبقى لملاك المنشأة «جـ» مكاسب صافية قدره ٦٠ ألف جنيه، تطبيقاً للمعادلة (٥).

ص ق ح لقرار الامتلاك = ١٠٠-(٥٤٠-٥٠٠) = ٦٠ ألف جنيه

الهندسة المالية وأدوات مواجهة السيطرة العدوانية :

السيطرة العدوانية Hostile Takeover كما سبق الإشارة، هى تلك التى تحدث رغم أنف الإدارة، والتى يشجع عليها عدم رضاء حملة أسهم المنشأة المستهدفة عن أداء الإدارة. وحتى منتصف الستينيات كانت السيطرة من النوع السلمى ***Friendly Takeover*** وأن السيطرة العدوانية إذا ما حدثت تكون فى العادة باستخدام ما يسمى بحرب التصويت. ويقصد بحرب التصويت ***Proxy Fight*** سعى المنشأة التى فشلت فى السيطرة على الشركة المستهدفة سلميًّا، أن تسعى للحصول على تفويض من مساهمى تلك الشركة، بالتصويت نيابة عنهم، لإقصاء الإدارة التى رفضت عرض الشراء، الذى عادة ما يكون عرضاً مغرياً. وكان المتبع فى مثل هذه الظروف أن يطلب حاملو التفويض من الشركة عناوين حملة الأسهم حتى يمكن الاتصال بهم، وهو طلب عادة ما يكون مصيره الرفض أو التسويف، ولا سبيل لتحقيقه سوى من خلال دعوة قضائية. وفى ظل الوقت الطويل المستغرق فى تلك الإجراءات، كانت الإدارة فى معظم الأحوال تجد السبيل لكسب معركة التصويت.

هنا ظهرت الحاجة إلى أساليب أخرى أكثر فاعلية. وقد تحقق ذلك بفضل جهود المهندسين الماليين الذين نجحوا فى ابتكار سبيل آخر للسيطرة العدوانية، بالاتصال المباشر مع حملة الأسهم من خلال وسائل الإعلام، بغرض تقديم عرض لشراء ما يمتلكونه من أسهم بسعر يفوق القيمة السوقية للسهم. بل ولقد نجح المهندسون الماليون فى تصميم استراتيجيات السيطرة بأسلوب سريع، من شأنه أن يشل حركة الإدارة، ولا يتيح لها وقت كاف لاتخاذ إجراءات دفاعية. من بين تلك الأساليب قروض المعبر ***Bridge Finance***، ومحفظة أسهم الشركات المستهدفة، وطالما أن الهندسة المالية مهنة هدفها الكسب، فقد فعل المهندسون الشيء وضده. فهم الذين يصممون أدوات تنفيذ السيطرة، وهم أنفسهم الذين يصممون أدوات للإدارة للوقوف فى مواجهة تلك السيطرة.

وهناك صور متعددة لأدوات الدفاع التى أتاحها المهندسون الماليون لإدارة الشركة المستهدفة. ولقد أعطيت تلك الأدوات مسميات جذابة لافتة للنظر، من بينها مثلاً استراتيجية يطلق عليها مطاردات سمك القرش ***Shark Repellents*** الذى يتميز بضخامة حجمه، كناية عن كبار المستثمرين الذين يخططون للسيطرة على منشأة ما، وما يتبعه من استبعاد للقائمين على إدارتها. وفى مقدمة تلك الأدوات أو الإستراتيجيات تعديل قانون إنشاء الشركة، بالنص على شرط موافقة أغلبية كبيرة ***Super-Majority Approval Provision*** على عرض الاندماج أو أى صورة أخرى من صور السيطرة؛ فالأصل أن تكفى موافقة ثلثى حملة الأسهم، غير أن التعديل قد يتطلب ضرورة موافقة نسبة كبيرة منهم، قد تصل إلى ٨٠٪، مما يضع العقبات أمام إمكانية استبعاد أعضاء الإدارة.

وغالباً ما يصاحب شرط الأغلبية الكبيرة شرط السعر العادل للسهم ***Fair Merger Price Provision***، بالنسبة للأسهم التى تباع فى المرحلة الثانية للعطاء. كأن ينص على ربط سعر شراء السهم بالقيمة السوقية السائدة حينذاك، والتى يتوقع أن تكون مرتفعة بعد إتمام المرحلة الأولى ***First-Tier Offer*** على النحو الذى تقضى به نظرية المحتوى المعلوماتى ***Information Content***، فسعى منشأة ما السيطرة على منشأة أخرى، هو مؤشر لمستقبل مزدهر لأداء المنشأة المستهدفة بعد إعادة هيكلتها.

وهناك ما يسمى بالمظلة أو البراشوت الذهبى ***Golden Parachute***، ويقصد به النص فى عقد استخدام الإدارة على حقها فى الحصول على تعويض مادى سخى، إذا ما اضطر أعضاء الإدارة لترك وظائفهم، كنتيجة مباشرة لسيطرة منشأة أخرى على

المنشأة التى يديرونها. هذه المنحة السخية يمكن النظر إليها على أنها وسيلة مساعدة لجعل الإدارة تفكر فى مصالح حملة الأسهم، إلى جانب تفكيرها فى مصالحها. بمعنى أنها قد تمثل أداة تحد من رغبة الإدارة فى استخدام أدوات دفاعية، إذا ما كان فى عرض الشراء مصلحة للملاك. غير أنه يمكن النظر أيضاً إلى المنحة السخية التى تشترطها الإدارة على أنها محاولة لتعظيم ثروتها على حساب الملاك، لذا فقد وضع المشرع الأمريكى، قيوداً على استخدام الإستراتيجيات الأخرى مثل الابتزاز المشروع، كما سيتضح فيما بعد، حماية لمصالح ملاك الشركة المستهدفة.

ومن تطبيقات استراتيجية مطاردة سمك القرش أيضاً، ما يسمى بدفاع الأقفال ***Lockup Defence***. وبمقتضاها تقوم الشركة المستهدفة ببيع واحد من أكثر أصول الشركة جاذبية للشركة الراغبة فى السيطرة، وذلك لإحباط محاولة السيطرة. ويطلق على هذه الإستراتيجية أيضاً الدرة الثمينة ***Crown Jewel*** أو إستراتيجية الأرض المحروقة ***Scorched Earth***، وهناك كذلك إمكانية قيام إدارة المنشأة المستهدفة باللجوء إلى القضاء ***Litigation*** بدعوى أن محاولة السيطرة ستؤدى فى النهاية إلى الإحتكار، وهو ما يمثل مخالفة قانون الحماية ضد الإحتكار ***Antitrust Law***.

وهناك أداة أخرى صممها المهندسون الماليون، أطلق عليها الإبتزاز المشروع ***Greenmail***. تبدأ تطبيقات تلك الإستراتيجية، عندما ينجح مستثمر أو مجموعة من المستثمرين فى شراء أسهم المنشأة المستهدفة، بكميات تخشى معها الإدارة أن تكون نقطة بداية يتبعها الإعلان عن رغبة فى شراء المزيد من تلك الأسهم ***Tender Offer***، بهدف السيطرة. فى هذه الحالة قد تلجأ إدارة المنشأة إلى الاتصال بهؤلاء المستثمرين الراغبين فى السيطرة، حيث تعرض عليهم دون غيرهم شراء الأسهم التى يمتلكونها، بسعر أعلى من السعر الذى اشتريت به. ومن الأمثلة على ذلك قيام شركة ديزنى ***Disney*** بإعادة شراء حصة من أسهمها، كانت قد اشترتها مجموعة سول ستنبرج. وقد حققت الأخيرة من وراء ذلك أرباحاً بلغت ٦٠ مليون دولار. غير أنه لما كان التصرف المشار إليه من قبل إدارة ديزنى فيه تضحية بمصالح حملة الأسهم، إذ إن شراء الأسهم قد تم تمويله من أموال الشركة، فقد لجأ حملة الأسهم إلى القضاء، واستردوا من ستنبرج وإدارة ديزنى جزءاً كبيراً من هذه المكاسب، وبالتحديد ٤٥ مليون دولار.

وهناك أداة دفاعية أخرى تدخل تحت استراتيجية مطاردة سمك القرش، تتمثل فى قيام الإدارة، ربما بمشاركة عدد قليل من المستثمرين، بالاقتراض بهدف شراء أسهم رأسمال الشركة كله أو غالبيته ***Management-Leverged Buyourt or***

Management Buyout (MBO)، من خلال عرض للشـراء يعلن عنه فى وسـائل الإعلام *Tender Offer*، وبسـعر عادة ما يزيد عن القيمة التى يتداول بها السهم فى السوق. وبإحلال القروض محل الأسـهم المشتراة، تصبح الشركة مملوكة لعـدد صغير من المستثمرين من بينهم أعضاء الإدارة. وهنا سوف يصعب، إذا لم يستحل، نجاح جهود السيطرة، أولاً: لأن الملكية أصبحت مرتكزة على النحو المشار إليه، وثانياً: لكون الشركة أصبحت مثقلة بالديون، بحيث لن تصبح لها جاذبيتها لدى الشركة الراغبة فى السيطرة. والآن، ألا تنطوى تلك الإستراتيجية على ابتكار من النوع الراقى!

وأداة أخرى شبيهة صممها المهندسون الماليون، هى إعادة الهيكلة بالاقتراض ***Leverged Cashout or Leverged Recapitalization (Recap)***، التى ظهرت فى عام ١٩٨٥ وتدخل ضمن منظومة استراتيجيات مطاردة سمك القرش. وفيها تقوم الإدارة بالحصول على قرض كبير، تستخدم حصيلته فى إجراء توزيعات. غير أن ما يحصل عليه حملة الأسهم الخارجيون Outside Shareholders يكون فى صورة نقدية، بينما يحصل حملة الأسهم الداخليون Inside Shareholders أى المساهمين من أعضاء الإدارة والعاملين، على نصيبهم فى التوزيعات فى صورة أسهم إضافية. وهكذا تتوافر متطلبات المطاردة. فأولاً : أصبحت الشركة مثقلة بالديون، ثانياً : زادت حصة المساهمين الداخليين ونسبة أصواتهم فى الجمعية العمومية، ومن ثم قد يسهل عليهم التصدى لعملية السيطرة.

وبإضافة إستراتيجية بيع حصة من أسهم الشركة ضمن خطة لمشاركة العاملين فى ملكية الشركة ***Employee Stock Ownership Plan (ESOP)***، وهى كسابقتها، تقوى من جبهة المساهمين الداخليين ***Inside shareholders*** الذين لهم مصلحة فى الصمود أمام محاولة السيطرة. وهناك كذلك إستراتيجية انتخاب أعضاء مجلس الإدارة على مراحل ***Staggered Election of Directors***، ويقصد بذلك إمكان تعديل قانون الشركة ليسمح بتقسيم أعضاء المجلس فى ثلاث مجموعات، بحيث يتم إعادة انتخاب مجموعة واحدة كل سنة. هذا يعنى أن يصبح من الصعب نجاح حرب التصويت من مرة واحدة. كذلك هناك إستراتيجية إعادة الهيكلة المزدوجة ***Dual Class Recapitalization***، وهو ما يعنى إصدار فئة أخرى من الأسهم يكون فيها للسهم الواحد أكثر من صوت، مع عدم جواز بيع تلك الأسهم لطرف آخر غير الشركة نفسها. وهذا يحمل فى طياته تقوية لمركز الإدارة، مع كل مرة يعاد فيها بيع تلك الأسهم للشركة.

وصيغة أخرى لإستراتيجية مطاردة سمك القرش التى تهدف إلى توفير أدوات الحماية للإدارة القائمة، يطلق عليها استراتيجية إعادة شراء الأسهم من فئات معينة ***Exclusionary Self-Tenders***؛ فعندما يتأكد لإدارة المنشأة المستهدفة، تأهب مجموعة من كبار المساهمين للسيطرة على الشركة، قد تقوم الإدارة بالإعلان عن رغبتها فى شراء حصة من أسهمها، مستثنية من ذلك الأسهم التى يمتلكها هؤلاء المستثمرون، يتم ذلك بسعر يزيد عن سعر السوق. ومن أشهر حالات استخدام تلك الإستراتيجية، حالة إحدى شركات البترول الضخمة، عندما أعلنت عن رغبتها فى شراء ٢٩٪ من أسهمها من كافة المستثمرين، عدا مجموعة من أكبر مستثمريها وهى شركاء مستا الثانية ***Mesta Partners II***. وقد اشترى السهم بسعر ٧٢ دولار، وهو ما يزيد بمقدار ١٦ دولار عن قيمته السوقية. يالها من إستراتيجية عقابية لمن خولت له نفسه السيطرة على الشركة؛ فالأسهم المشتراة بقيمة أعلى من قيمتها السوقية، قد تم تمويلها من موارد الشركة، التى يساهم فيها مجموعة المستثمرين الذين استبعدوا من الدعوة لبيع أسهمهم. هذا يعنى بلغة الإدارة المالية إتاحة الفرصة لانتقال الثروة من تلك المجموعة إلى بقية المساهمين.

كذلك هناك إستراتيجية أقراص الدواء المسمومة ***Poison Pills***، وهى أداة تستهدف اتخاذ إجراءات من شأنها أن تجعل الشركة غير جذابة لعملية السيطرة. وعادة ما يكون ذلك بإعطاء مزايا للمستثمرين فى الشركة المستهدفة؛ إذا ما حدثت سيطرة عدوانية. ومن الأمثلة على ذلك إعطاء الحق للمساهمين لشراء حصة إضافية من أسهم الشركة بسعر للسهم يقل كثيراً عن قيمته السوقية، إذا ما تأكد للإدارة أن هناك مستثمراً قد جمع حصة من رأس مال الشركة (٢٥٪ مثلاً) بهدف السيطرة. وإذا ما نفذ المساهمون هذا الحق، فسوف يترتب على ذلك زيادة عدد الأسهم، وتقل بالتالى نسبة أسهم رأس المال المملوك للمستثمر الراغب فى السيطرة. خاصة وأنه ليس من حق المستثمر الراغب فى السيطرة، فى ظل استراتيجية الأقراص المسمومة المشار إليها، شراء حصة من الأسهم الإضافية بالسعر المعروض، الذى قد لا يتجاوز نصف القيمة السوقية للسهم، وهذا يعنى انتقال الثروة من المستثمر الراغب فى السيطرة إلى بقية المستثمرين.

وينتقل المزيد من الثروة لو أن المستثمر الراغب فى السيطرة كان قد اشترى الأسهم بعلاوة لتشجيع حملة الأسهم لبيعها له، ذلك أن بيع أسهم إضافية لغير ذلك المستثمر بسعر أقل مما ينبغى، يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسهم، مما يزيد من مقدار الفرق بين القيمة السوقية للسهم والسعر، الذى سبق له أن دفعه لشرائه (مقدار العلاوة). وهذه الزيادة تمثل خسائر إضافية للطرف الراغب فى السيطرة، وهى خسائر تحمل فى طياتها انتقال للثروة منه إلى بقية حملة أسهم الشركة المستهدفة.

ومن الصور الأخرى لإستراتيجية الأقراص المسمومة، أن تقرر الإدارة أن تصبح القروض التى حصلت عليها الشركة مستحقة السداد، فى حالة حدوث السيطرة، كما فعلت إدارة مؤسسة صناعات «سكوت» الأمريكية، وفى هذا الصدد يجادل مارشال وينسال فى هذا الشرط باعتباره يخدم الإدارة أكثر من كونه يخدم الدائنين. يرجع ذلك لكونه يستخدم فقط فى حالة السيطرة السلمية، فى حين أن كلا النوعين من السيطرة سيترتب عليه فى النهاية هبوط فى القيمة السوقية للأموال المقترضة، والإضرار بمصالح الدائنين. بعبارة أخرى لو أن هذا الشرط يقصد منه حماية الدائنين فى الأساس، فكان ينبغى استخدامه فى كلتا الحالتين من السيطرة.

ونختتم إستراتيجية أقراص الدواء المسمومة بالإشارة إلى أنها لا تحتاج لتصويت حملة الأسهم. ومع هذا، فقد لجأت شركة الورق العالمية إلى التصويت على استخدام تلك الإستراتيجية، رغم أنه ليس ضرورة، وحصلت على تأييد بلغت نسبته ٧٦٪ من الأصوات المشاركة، مقدمة بذلك أداة دفاعية وقائية فى مواجهة كل من يرغب فى السيطرة مستقبلاً.

ومن بين الإستراتيجيات الدفاعية الأخرى التى قدمتها الهندسة المالية، ما يطلق عليه الفارس الأبيض ***White Knight***. ويقصد بتلك الإستراتيجية قيام إدارة الشركة التى تتعرض لمحاولة سيطرة عدوانية، بالبحث عن شركة أخرى، هى الفارس المنشـود، تبرم معها اتفاقاً بمقتضاه تتم سيطرة سلمية، تحقق قدراً من الحماية لإدارة الشركة المستهدفة. كذلك هناك إستراتيجية يطلق عليها دفاع ماك مان Mac-Man ***Defenee***، ومؤداها أن الهجوم هو خير وسيلة للدفاع. ففى ظل هذه الإستراتيجية تقوم المنشأة المستهدفة بشراء حصة من رأسمال الشركة الراغبة فى السيطرة لتصبح الشركة الراغبة فى السيطرة مستهدفة هى الأخرى للسيطرة.

ومن روائع الهندسة المالية، تصميم إستراتيجيات تضرب عصفورين بحجر واحد، إذ تمثل خط دفاع ضد محاولات السيطرة العدوانية، كما تمثل فى الوقت نفسه أداة، تجعل رغبة أعضاء الإدارة فى ترك الشركة للعمل فى شركة أخرى مسألة مكلفة. من بين تلك الإستراتيجيات استراتيجية القيود الذهبية ***Golden Handcuffs*** التى تعطى لأعضاء الإدارة حوافز ضخمة، إذا ما بقوا بالشركة لعدد من السنوات، مما يجعل مسألة الرحيل قبل تاريخ استحقاق هذه الحوافز مكلفاً، كما يرفع فى الوقت نفسه تكلفة أى محاولة للسيطرة العدوانية أو البراشوت الذهبى، الذى سبق الإشارة إليه، نوع آخر من الإستراتيجيات مزدوجة الهدف.

وبمناسبة حوافز الإدارة، نشير إلى الهندسة المالية التى صممت ما يطلق عليه بالسهم الشبح ***Phantom Stock***، أو حقوق أسهم العرفان ***Stock-Appreciation Rights***، تتمثل فى مبالغ نقدية تحصل عليها الإدارة بنهاية السنة مقابل أسهم وهمية. هذه الإستراتيجية تعتبر بديلاً لإعطاء الإدارة حصة من الأسهم، وتؤثر بالتالى على مركز الملاك فى الجمعية العامة. وربما كانت السياسة التى تتبعها بعض المنشآت، وتقضى بتوزيع نسبة من أرباحها على الإدارة والعاملين، رغم عدم تملكهم لحصص فى رأس المال، بمثابة تطبيق لتلك الإستراتيجية.

التشريع يقنن الهندسة المالية للوسائل الدفاعية :

أثبت الواقع أن محاولة السيطرة العدوانية قد تكون قد صممت بطريقة، تأخذ الإدارة على غرة، بحيث لا تتيح لها وقت كاف للبحث عن منشأة بديلة للمنشأة الراغبة فى السيطرة، أو حتى وقت كاف للاتصال بالمساهمين. وتبدو أهمية ذلك فى الحالات التى يكون فيها السعر المعروض أقل مما ينبغى أن يكون عليه. لذا صدر قانون وليامز فى عام ١٩٦٨، وهو تاريخ ليس ببعيد عن بزوغ فجر السيطرة العدوانية فى منتصف الستينات، ويهدف هذا القانون إلى وضع إدارة المنشأة المستهدفة فى مركز قوة فى مواجهة السيطرة العدوانية، لعلها بذلك تنجح فى حماية المساهمين. كما يهدف كذلك إلى التيسير على المساهمين للحصول على معلومات عن عرض شراء الأسهم بما فى ذلك الأوراق المالية، التى تستخدم فى السداد. فلقد وضع القانون القيود الآتية على المنشأة الراغبة فى السيطرة.

١ - نشر معلومات عن عدد الأسهم التى فى حوزتها ونواياها المستقبلية، خلال عشرة أيام من استحواذها على ٥٪ من أسهم الشركة المستهدفة.

٢ - نشر معلومات عن مصادر التمويل المستخدمة فى عملية السيطرة.

٣ - إعطاء حملة أسهم المنشأة المستهدفة فترة لا تقل عن ٢٠ يوماً لعرض أسهمهم للبيع، ضمن خطة السيطرة. بما يعنى أن عرض الشراء الذى تتقدم به المنشأة الراغبة فى السيطرة، لابد وأن يظل مفتوحاً لمدة ٢٠ يوماً على الأقل، حتى لو تم شراء الكمية المستهدفة فى اليوم الأول.

٤ - إذا تقدم المساهمون لبيع عدد من الأسهم يفوق الحصة التى تقرر شراؤها، حينئذ يتم توزيع العرض عليهم بالنسبة والتناسب وبالسعر نفسه، وقبل صدور القانون كانت أولوية شراء الحصة المقررة على أساس الأول فالأول. أما المستثمرون الذين يتقدمون لبيع أسهمهم بعد اكتمال الحصة المقرر شراؤها، فيمكن أن يعرض عليهم سعر أقل، كما قد يكون السداد بوسائل دفع غير نقدية.

٥ – إذا ما قررت الشركة الراغبة فى السيطرة زيادة السعر خلال فترة العرض، فإنه يصبح من حق المساهمين الذين باعوا السهم من قبل بسعر أقل، أن يحصلوا على العلاوة السعرية ذاتها التى تقررت.

وهكذا، أصبحت الفرصة الوحيدة المضمونة لمفاجأة إدارة الشركة المستهدفة، هى عرض سعر لشراء السهم يصعب الحصول على أفضل منه. فالإدارة أصبح أمامها، فى ظل قانون وليامز، فسحة من الوقت للاتصال بالمهندسين الماليين، لاختيار وتنفيذ الإستراتيجية الدفاعية الملائمة، التى من بينها البحث عن منشأة أخرى تنافس المنشأة الراغبة فى السيطرة، من أجل الحصول على أقصى سعر ممكن للصفقة، وهو ما سبق أن أطلقنا عليه إستراتيجية الفارس الأبيض ***White Knight***، وهو أن السعر المعروض لشراء السهم قد يكون كبيراً فى بعض الأحيان، مما يشل حركة الإدارة، ويمثل فى الوقت ذاته قوة دافعة لحملة الأسهم للموافقة. حدث هذا فى العرض الذى تقدمت به شركة (أى بى إم) لشراء شركة (لوتس) بعلاوة سعرية، بلغت نسبتها ١٠٠٪ من القيمة السوقية للسهم.

حالة واقعية لسيطرة عدوانية :

سوف نحكى قصة واقعية لحالة سيطرة عدوانية، من قبل شركة شامروك القابضة وهى القائمة على تنفيذ الخطط الاستثمارية لعائلة ديزنى، التى حاولت السيطرة على شركة بولارويد. فلقد عرضت شركة شامروك على إدارة بولارويد سعرًا للسهم قدره ٣٠ دولار، إلا أن العرض رفض. حدث هذا فى وقت، كانت تشير فيه التوقعات إلى أن مصير شركة بولارويد هو السيطرة، لعدم ملاءمة أداء الإدارة، رغم القوة والسمعة التى تتسم بها العلامة التجارية لمنتجاتها. هذا فضلاً عن أن الشركة كانت على وشك الحصول على تعويض كبير من شركة كوداك لمخالفاتها براءة اختراع كاميرات التصوير السريع.

وبعد أن رفضت محاولة السيطرة السلمية، اتجهت شركة شامروك إلى السيطرة العدوانية، وعرضت سعرًا للسهم قدره ٤٥ دولار. وقد ردت إدارة شركة بولارويد على ذلك بحزمة من الإستراتيجيات الدفاعية. فلقد باعت حصة من أسهمها للعاملين، فى ظل خطة لامتلاك العاملين أسهم المنشأة ***Employee Stock Ownership Plan (ESOP)***. ثم قامت بعد ذلك ببيع حصة أخرى لمنشأة أخرى يمكن أن تدخل منافسًا للسيطرة ***Friendly Investor*** ، وهى استراتيجية يطلق عليها حامل دروع الفارس الأبيض ***White Squire***، ثم قامت كذلك بإعادة شراء ٢٢٪

من مجموع الأسهم بسعر ٥٠ دولار للسهم، تم تمويلها بقرض مصرفى قيمته ٥٣٦ مليون دولار، وهو ما رفع نسبة القروض فى هيكل رأس المال، كما أفقد عملية السيطرة جاذبيتها. إنها حقًّا حزمة من الإستراتيجيات الدفاعية. هذا وقد اتخذت الشركة إجراءً إضافيًّا تمثل فى التخلص من ١٥٪ من القوى العاملة، وهو ما أدى بدوره إلى تحسن ربحية الشركة وأيضاً تحسين مركز السيولة.

ردت على ذلك شركة شاموك، بالدخول فى حرب تصويت ***Proxy Fight*** بهدف انتخاب إدارة جديدة، كما قامت فى الوقت نفسه باللجوء إلى القضاء بدعوى أن المناورات الدفاعية التى اتبعتها الشركة ليست فى صالح حملة أسهمها. وبعد تسعة أشهر من الصراع، وافقت شركة بولارويد على دفع ٢٠ مليون دولار لشركة شاموك مقابل المصروفات، التى تكبدتها خلال معركة السيطرة، فى مقابل توقيع شركة شاموك على إتفاق بعدم محاولة السيطرة على الشركة لمدة عشر سنوات. كما تعهدت شركة بولارويد بإنفاق ٥ ملايين دولار فى إعلانات على راديو شاموك ومحطتها التليفزيونية. وقد حققت شركة شاموك مكاسب قبل الضريبة بلغت ٣٥ مليون دولار، تحققت فقط من التسوية النقدية التى حصلت عليها، إضافة إلى المكاسب التى تحققت من ارتفاع القيمة السوقية لحصتها فى رأس مال شركة بولارويد؛ نتيجة لتحسن ربحية الشركة، كما سبق الإشارة.

وتبقى كلمة، وهى أنه مهما كانت الغنائم من وراء السيطرة العدوانية، فإن للسيطرة السلمية مزايا عديدة، أولها المحافظة على أموال الشركة المستهدفة من الضياع خلال محاولة إدارتها الدفاع عن نفسها. ثانيها أنه فى ظل هذا النوع من السيطرة؛ تصبح فرصة إسناد مسئولية الإدارة إلى فريق مكون من إدارة الشركتين، أمراً ممكناً. ثالثها وهو المهم الحفاظ على معنوية العاملين، وهو ما قد لا يتحقق فى ظل السيطرة العدوانية.

الهندسة المالية فى إعادة الهيكلة بتخفيض الحجم :

هناك ثلاثة أشكال أساسية لإعادة الهيكلة بتخفيض الحجم، هى تفتيت المنشأة الواحدة إلى منشآت مستقلة، والتخلص من أصول يمكن الاستغناء عنها، وتأسيس شركة جديدة بجزء من أصول شركة أخرى. ويقصد بتفتيت المنشأة إلى منشآت مستقلة ***Spin-Off***، قيام منشأة ما بنقل جزء من أصولها وخصومها إلى شركة (أو شركات) أخرى تنشئ لهذا الهدف، فى مقابل ذلك يحصل حملة أسهم الشركة الأم على أسهم تصدرها الشركة الجديدة، بنسبة ملكيتهم فيها. وبالطبع لن يتغير حجم ملكية المساهمين. كل ما حدث أنها أصبحت موزعة على شركتين، بعد أن كانت مركزة فى

شركة واحدة، كما أصبحت كل منشأة مستقلة تماماً بأصولها، وملكيتها وإدارتها. بعد ذلك يصبح من حق حامل السهم، إذا ما رغب فى نقل ملكيته بالكامل إلى واحدة من هاتين الشركتين، بيع الحصة التى يملكها فى إحداها، واستخدام الحصيلة فى شراء حصة إضافية فى رأسمال الشركة الأخرى.

وفى بعض صور التفتيت، تختفى الشركة الأم تماماً بعد توزيع أصولها وخصومها على شركات مستقلة ***Split-Up***. وكما يبدو لا تنطوى عملية التفتيت على دفع أو الحصول على أى تدفقات نقدية من طرف إلى طرف آخر. ومن أبرز الأمثلة على ذلك تفتيت الشركة الأمريكية للتليفون والتلغراف ***(AT&T)*** إلى مجموعة من الشركات الإقليمية، وشركة التليفونات الأرجنتينية التى انشطرت إلى شركتين متنافستين وهو ما حدث أيضاً فى هيئة السكة الحديد باليابان.

ويعتبر التفتيت أحد منتجات الهندسة المالية التى صاحبت الاتجاه نحو خصخصة المشروعات العامة، بهدف تفتيت الكيانات الكبيرة إلى حجم يسهل تسييره بكفاءة وفاعلية، أو بهدف تجنب صعوبة خصخصة الشركات الكبيرة بأسلوب الطرح الخاص، أو عدم توافر اشتراطات الطرح العام فى الشركة الأم، وإمكانية توافره فى الشركات الجديدة كلها أو بعضها. أو فى الحالات التى لا يكون فيها لأنشطة الشركة الجاذبية كوحدة واحدة، فى حين تظهر جاذبيتها كوحدات مستقلة. بل وقد يكون هدف التفتيت القضاء على الاحتكار فى قطاع معين، بخلق كيانات متعددة متنافسة. وبالطبع ينبغى أن تكون الوحدات المستقلة قادرة على توليد تدفقات نقدية تمكنها، ليس فقط من البقاء، بل من المنافسة فى اقتصاد مفتوح.

أما الشكل الثانى من أشكال إعادة الهيكلة بتخفيض الحجم، فيتمثل فى بيع بعض أصول الشركة إلى شركات أخرى Divestiture إما للحاجة إلى سيولة، أو لكونها - أى الأصول - تمثل خط إنتاج مستقل لا يعطى للمنشأة ميزة، بل يعد عبئاً عليها. وعلى عكس استراتيجية التفتيت، فإن إستراتيجية بيع جزء من أصول الشركة، تنطوى على تدفقات نقدية، بينما لا تتطلب إنشاء كيان جديد ذى شخصية معنوية مستقلة.

استراتيجية جديدة للهندسة المالية بزغ فجرها مع موجات خصخصة المشروعات العامة فى الثمانينات من القرن العشرين، وفى ظل تلك الإستراتيجية، يتم إنشاء شركة جديدة ذات شخصية معنوية، وذلك بالمشاركة مع القطاع الخاص. وتتمثل مساهمة الحكومة فى أصول تسحبها من شركة مملوكة لها، رغبة فى تخفيض حجمها لتيسير خصخصتها، أو لكون تلك الأصول جزءًا من خط إنتاج لا يتسق مع بقية خطوط إنتاج الشركة. وبالطبع يمكن للحكومة بيع حصتها فى الشركة الجديدة فيما بعد من خلال طرح خاص، أو من خلال اكتتاب عام.

أما الصورة الثالثة من إعادة الهيكلة بتخفيض الحجم، ففيه تقوم الشركة بتكوين شركة جديدة، وتحويل جزء من أصولها إليها. بعد ذلك تقوم الشركة الأصلية ببيع ملكيتها فى أسهم الشركة الجديدة، لمستثمرين آخرين ***Equity Carve-out***. وهكذا تشبه تلك الصورة إعادة الهيكلة من خلال بيع جزء من أصول الشركة ***Divestiture*** من حيث إنها توفر موارد مالية للشركة الاصلية. كما تشبه صورة إعادة الهيكلة بتقسيم الشركة إلى شركات صغيرة ***Spin-Off***؛ من حيث إنها تنطوى على خلق كيان جديد. مرة أخرى تبدو بصمات المهندسين الماليين واضحة. فبدلاً من بيع الأصول على حالها، يتم استخدامها فـى عمليات الشركة الجديدة، التـى يعاد بيعها كمنشأة مستمرة ***going-on concern***، بقيمة تفوق القيمة، التى كان يمكن بيعها بها كأصول مفردة. وبالطبع يتوقف نجاح هذا الأسلوب من إعادة الهيكلة، على كون الأصول المنقولة قادرة على تشغيل الكيان الجديد على أساس إقتصادى.

«المبحث الثانى»

السيطرة

Domination

تعرض المبحث الأول للسبل التقليدية لإعادة الهيكلة، التى من أبرز صورها الاندماج، الذى عرف من عشرات بل وربما من مئات السنين، والذى يعتبر فى حقيقة أمره منتجًا من منتجات نقل الهندسة المالية. ألم نقل أن الهندسة المالية ليست وليدة اليوم؟ نعم نعترف أن الهندسة المالية ماضى، ولكن حاضرها أروع وأعمق. من نماذجها الحديثة عطاءات شراء أسهم الشركة بهدف السيطرة العدوانية، والسبل التى أتاحتها للإدارة لمحاربة تلك السيطرة، على النحو الذى عرض من قبل. والآن أتيت إلى منتج أكثر حداثة، إنه تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة. ولهذا المنتج أهداف عديدة، لكن المؤكد أن واحداً من أهدافه هو محاربة السيطرة العدوانية من داخل الشركة، بل ومن خارجها أيضاً.

وفى تناولنا لمحتويات هذا المبحث، الذى يناقش الأبعاد المختلفة لتحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، سوف نبدأ فى المطلب الأول بتناول ماهية هذا التحول، يتبعه المطلب الثانى الذى يعرض للظروف الاقتصـادية والتشريعية التى أحاطت بظهور هذا المولود الجديد. يأتى بعد ذلك المطلب الثالث الذى يتناول مصادر تمويل التحول، والمطلب الرابع الذى يكشف عن مصادر القيمة المضافة فى عملية التحول. أخيراً نختتم الفصل بالمطلب الخامس، الذى نعرض فيه مثالاً تطبيقيًا يوضح كل أبعاد تلك العملية.

المطلب الأول

ماهية التحول

يقصد بتحول الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، قيام مجموعة صغيرة من الأفراد الطبيعيين أو المعنويين، قد يكونون من حملة أسهم تلك الشركة أو غيرهم، بالسيطرة على الشركة بشراء كل أو معظم أسهمها. وقد تتضمن عضوية المجموعة، أعضاء من الإدارة الحالية للشركة ***Management Buyout (MBO)*** أو لا تتضمن. هذا، وعادة ما يتم تمويل الجانب الأكبر من الأموال المطلوبة لشراء الأسهم من أموال مقترضة ***Leverged Buyout (LBO)***. أما الشراء، فيتم عادة من خلال عطاءات ***Tender Offer*** بقيمة قد تزيد عن القيمة السوقية، التى كان يتداول بها السهم قبل حدوث السيطرة.

وبانتهاء عملية التحول تصبح الشركة خاصة، يمكن لها أن تستمر فى مباشرة النشاط، أو أن يتم بيع أصولها كلها أو جزء منها، على النحو الذى سنشير إليه فى المطلب الثانى من هذا المبحث. وإذا ما استمرت الشركة فى مباشرة النشاط، فقد يعاد بيعها إلى مجموعة أخرى من المستثمرين ***Second Leveraged Buyout***، أو يعاد طرح أسهمها للجمهور؛ لتتحول مرة أخرى إلى شركة مساهمة، وهو ما يطلق عليه باستراتيجية التخارج أو تصفية الاستثمار ***Cashing Out***. وتسييل الاستثمارات على النحو الموضح لا يعنى أن الشركة تواجه المتاعب، بل يعنى أن تحقيق أرباح غير عادية من وراء عملية التحول لا يمكن أن يستمر إلا بإعادة بيعها للغير، الذى يقوم بدوره بتمويل عملية الشراء من أموال مقترضة ***Re-leveraging***، ليعاد جنى المزيد من الأرباح.

ولكن أين مظاهر الهندسة المالية فى تلك الصيغة من السيطرة؟ المظاهر تبدو جلية، وتتمثل فى تمكين عدد قليل من الأفراد من امتلاك شركة بعد التخلص من مئات الآلاف من حملة أسهمها، بحد أدنى من الموارد الذاتية المتاحة لهم، تبدو جلية فى تحقيق أرباح غير عادية، فى الوقت الذى يشترى به السهم بقيمة قد تزيد كثيراً عن قيمته السوقية. تتضح أنها عملية تحقق المكاسب للجميع ***Win-Win Situation*** للملاك الحاليين، والملاك الذين تم التخلص منهم، ومصادر التمويل الخارجية، ومستشار الاستثمار الذى نفذ العملية، والشركة ذاتها والاقتصاد القومى بالتبعية. تبدو مظاهر الهندسة المالية جلية فى استغلال التشريعات الضريبية، والاستفادة من البيئة

الاقتصادية والمالية المحيطة. كذلك فى الاستفادة من ظاهرة تزايد معدلات التضخم، والاستفادة من السندات ذات الجودة المنخفضة فى تمويل عملية التحول؛ بل إن ربط تلك السندات بعملية التحول وعمليات إعادة الهيكلة بصفة عامة، هى واحدة من أرقى صور الهندسة المالية، ولكن للأسف دخل مهندس عملية الربط السجن بسببها، كما دفع غرامة بلغت مئات الملايين من الدولارات. كل ذلك سيكشف عنه تباعاً فى هذا السياق.

المطلب الثانى

الظروف الإقتصادية والتشريعية المساعدة

سبق أن ذكرنا فى المبحث السابق أن إعادة هيكلة منشآت الأعمال، ليست مسألة جديدة، بل ربما يمتد بها التاريخ إلى مئات السنين. ومع هذا تظل هناك حقيقة قائمة، وهى أن إعادة الهيكلة تأتى عبر الزمن فى موجات، حيث يقف وراء كل موجة ظروف مالية واقتصادية وتشريعية معينة. ولقد كانت الموجة الأخيرة فى الثمانينات من القرن العشرين. فلقد شهدت تلك الحقبة انتعاش عمليات إعادة الهيكلة بكل صورها التقليدية، بل وأدخلت علينا نموذج جديد من إعادة الهيكلة، هو تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، التى هى موضوع هذا المبحث، ولكن ما هى ياترى تلك المتغيرات فى البيئة الاقتصادية والتشريعية، التى فتحت الباب على مصراعيه لهذه الدرجة الأخيرة، والمولود الجديد الذى أتت به ؟ من أبرز تلك المتغيرات ازدياد معدل التضخم، والنمو الاقتصادى الحقيقى، ورواج سوق السندات منخفضة الجودة، ***Junk bonds*** والتعديلات التى طرأت على التشريع الضريبى.

١ - تزايد معدلات التضخم :

شهدت الستينيات والسبعينيات وكذلك أوائل الثمانينيات موجات من التضخم بمعدلات متزايدة. ونتيجة لذلك انخفضت نسبة رأس المال السوقى إلى القيمة الإحلالية للأصول أو ما يطلق عليه نسبة كيو Q-Ratio إلى أقل من الواحد الصحيح، للكثير من المنشآت. ومن المعروف أن رأس المال السوقى للمنشأة يساوى عدد الأسهم المصدرة مضروباً فى القيمة السوقية للسهم، أما قيمة الإحلال فهى قيمة شراء أصول من نفس نوعية وكفاءة الأصول القائمة. ففيما بين عامى ١٩٦٥، ١٩٨١ انخفضت تلك النسبة فى الولايات المتحدة الأمريكية من ١٫٣ إلى ٠٫٥، ولم تبدأ تلك النسبة فى الارتفاع إلا فى عام ١٩٨٢، عندما انتعشت سوق الأوراق المالية، حاملة معها بوادر التحسن فى الاقتصاد القومى برمته.

إن كون نسبة رأس المال السوقى إلى قيمة إحلال الأصول أقل من الواحد الصحيح، تعنى أنه من الأفضل امتلاك منشأة قائمة بدلاً من إنشاء واحدة جديدة. ومن هنا أصبح لأدوات السيطرة من اندماج وامتلاك، بما فى ذلك الامتلاك بأموال مقترضة ***LBO*** سوق رائجة. زاد من رواجها بالنسبة للسيطرة بأموال مقترضة، أن الاقتراض ينطوى على تدفقات مالية مستقبلة (فوائد دورية وأصل الدين) بقيمة ثابتة، بصرف النظر عن القوة الشرائية للنقود، مما يخفض من تكلفة الاقتراض خلال فترات التضخم.

بل يضيف «مارشال وبنسال» أن المنشآت قد دفعت دفعاً للإقتراض؛ ذلك أن الاقتراض من شأنه أن يضيف إلى معدل العائد على حقوق الملكية، مادام أن معدل العائد على استثمار الأموال المقترضة يزيد عن معدل الفائدة على تلك الأموال، وأن أى منشأة تفشل فى الحصول على المزيد من القروض ***Leveraging Up***، تصبح عرضة للسيطرة من الغير، على أساس أن زيادة نسبة الاقتراض فى هيكل رأس المال، من شأنها أن تقلل من جاذبية المنشأة للسيطرة.

٢ - تحسن الأداء الإقتصادى :

لا يتوقع أن يكتب البقاء لأى نمط جديد من أنماط إعادة الهيكلة، ما لم ينتج عنه قدر مناسب من المكاسب. هذه الحقيقة كانت السبب وراء اتساع نطاق موجه إعادة الهيكلة فى الثمانينيات. فمع بداية الثمانينيات تحسن الأداء الاقتصادى فى الولايات المتحدة، واستمر حتى نهاية عقد الثمانينيات، بل وحتى نهاية القرن العشرين، يشهد على ذلك مؤشر داو جونز الذى قفز من ٣٠٠٠ نقطة فى بداية التسعينيات إلى ما يقرب من ١١٠٠٠ نقطة فى نهايتها. هذا التحسن فى أداء الاقتصاد حمل معه بشائر زيادة فى القيمة السوقية لأصول المنشآت، وبشائر زيادة حقيقية فى التدفقات النقدية المستقبلة. مثل تلك البشائر تعد مشجعاً لكافة صور إعادة الهيكلة، وفى مقدمتها تحول الشركات المساهمة إلى شركات خاصة ***LBO***، فكما سيتضح فيما بعد، أن ملاك تلك الشركات إما أن يبقوا عليها، أو يعيدوا طرح أسهمها للجمهور. وفى كلتا الحالتين يكون العائد المتوقع فى الغالب أكبر بكثير من تكلفة التحول، إذ تقدر الزيادة فى ثروة الملاك نتيجة عمليات التحول بما يعادل حوالى ٣٠٪ من قيمتها قبل إعلان التحول.

٣ - رواج سوق السندات منخفضة الجودة :

يطلق على السندات منخفضة الجودة أو الرديئة ***Junk Bonds*** والسندات ذات الغلة المرتفعة ***High Yield Bonds*** أو سندات المضاربة ***Speculative Bonds*** وهى

التى تحمل تصنيف ***BB*** أو أقل فى تصنيف ستاندرد أند بورز أو ***Ba*** أو أقل فى تصنيف مودى. ولكن ما أهمية تلك السندات لموضوع تحول الشركة المساهمة إلى شركة خاصة؟ ثم ما الجديد، فى ظل الحقيقة أن السندات منخفضة الجودة لم تختف من السوق عبر الزمن ؟.

فى الماضى كان من الصعب إصدار تلك السندات، وأن السندات المتداولة من هذا المستوى أو أقل هى سندات كانت ذات تصنيف أعلى، أو ما يطلق عليه بسندات الاستثمار Investment Bonds، ونتيجة لظروف سيئة تعرضت لها المنشأة المصدرة، انخفض تصنيفها إلى مستوى السندات منخفضة الجودة. مصدر آخر لتلك السندات كانت الشركات الجديدة التى ليس لها سجلات مالية عن فترة كافية لتقييمها، ومن ثم تضطر إلى إصدار سندات، يتم تصريفها من خلال الطرح الخاص ***Private Placement*** لفئات معينة من المستثمرين، يتم الاتصال بهم من خلال سماسرة متخصصين.

وحتى منتصف السبعينيات، لم يكن سوق تلك السندات نشطاً سواء على جانب الطلب أو على جانب العرض. فعلى جانب الطلب كانت سياسة الاستثمار المتبعة فى إدارة محافظ السندات، هى عدم الاستثمار فى سندات المضاربة، والاقتصار على سندات الاستثمار أى السندات التى تحمل تصنيف ***BBB***، أو أعلى وفق تصنيف ستاندرد أند بورز أو ***Baa*** أو أعلى وفق تصنيف مودى. وعلى جانب العرض، لم يكن هناك تنوع كاف للجهات المصدرة لتلك السندات، بما يسمح بتشكيل محفظة تسهم فى الحد من المخاطر، التى ينطوى عليها الاستثمار فيها.

ثم كان فى منتصف السبعينيات، ومن خلال «ميشيل ملكن» أحد شباب طلاب الدراسات العليا فى مدرسة وارتون للإدارة، الذى فتح الباب على مصراعيه أمام تلك السندات. فلقد لاحظ «ملكن» أن الفرق بين غلة السندات الرديئة (معدل العائد المتوقع من الإستثمار فيها) وغلة السندات الجيدة، كبير بدرجة ملحوظة لا يبررها التباين فى مخاطر التوقف عن السداد ***Default Risk***، وأن المستثمر يمكن أن يحقق أرباحاً من امتلاك تلك السندات، تفوق ما ينطوى عليه من مخاطر، وهو ما أيدته دراسات أخرى لاحقة.

بعبارة أخرى أن العائد المعدل بالمخاطر ***Risk Adjusted Return*** لتلك السندات أعلى من مثيله للسندات عالية التصنيف، خاصة لو أن الاستثمار كان فى

محفظة من تلك السندات. ولقد نجح «ملكن» فى بيع الفكرة لمؤسسة «دركسل بيرنهام لامبرت» فاستقطبته للعمل بها. وقد نجح فى خلق سوق نشط لتلك السندات، مثل جانب الطلب فيه المؤسسات المالية التى تعتبر السندات بالنسبة لها أدوات استثمار لها جاذبيتها كشركات التأمين، وصناديق المعاشات، والبنوك، وصناديق السندات.. وما شابه ذلك. أما جانب العرض، فهى الشركات الراغبة فى الحصول على موارد مالية لتنفيذ عمليات اندماج أو امتلاك، أو تحول من شركات مساهمة إلى شركات خاصة.

وبفضل شبكة الاتصالات القوية مع عملاء تلك السندات، تمكنت «مؤسسة دركسل» من أن تخلق سوقًا نشطًا للسندات منخفضة الجودة، بقيامها بالمساعدة فى إصدار تلك السندات، تبعها بعد ذلك بنوك استثمار أخرى. وكان النجاح فائقاً، إلى الحد الذى أذهل الشركات المصدرة، للسرعة التى كان يتم بها تصريف الإصدار. أما كيف تحقق ذلك ؟ تحقق بفضل قدرة «ملكن» على بناء استراتيجية تمثل قمة فى الخلق والإبداع، لفكر الهندسة المالية، تلك الإستراتيجية التى سنعرض لها بالتفصيل فى المطلب الثالث من هذا الجزء، حين نتناول مصادر تمويل عمليات إعادة الهيكلة.

ومن سوء حظ الإدارة المالية وطلابها، تورط «ملكن» المبدع بعد النجاح الكبير الذى حققه، فى عمليات تلاعب وتضليل فى السوق، تكبد بسببها ومعه «مؤسسة دركسل» غرامات مالية هائلة، زادت عن بليون دولار، وبسببها أعلن إفلاس المؤسسة فى فبراير عام ١٩٩٠. وقد كانت الغرامة على «ملكن» وحده ٦٠٠ مليون دولار إضافة إلى الحكم عليه بالسجن. ورغم الأسف على خسارته كمهندس مالى مبدع، فإنها خسارة لا تساوى شيئاً، أمام ضرورة تحقيق الانضباط فى أداء السوق، والآن نسأل هل هو الطموح الذى دمر كل شيء أم أنها اندفاعات شباب غير محسوبة، ونسأل بدورنا أنفسنا، متى يأتى اليوم الذى نرى فيه بوضوح، أن التصرفات غير الأخلاقية التى تقع من أى شخص طبيعى أو معنوى مهما علا مركزه الاجتماعى أو الاقتصادى أو السياسى، لابد وأن يقع بسببها، مثله مثل غيره، تحت طائلة القانون. والمهم أن يكون حجم ونوع القصاص رادعاً كافياً متناسباً مع جسامة التصرف.

٤ - تعديلات في التشريع الضريبي:

كذلك لعب قانون استرداد عافية الاقتصاد ***Economic Recovery Tax Act*** ***(ERTA)*** الذي صدر في عام ١٩٨١ متضمناً تعديلات في المعاملة الضريبية، دوراً

بارزاً في رواج سوق إعادة الهيكلة. ومن بين نصوص ذلك القانون أن أصبح من حق أي منشأة أن تشتري أصول منشأة أخرى، وأن تعيد تقييمها لأغراض حساب قسط الإهلاك، بل ومن حقها اتباع أسلوب القسط المتناقص ***Accelerated***، بما يعني تحقيق وفورات ضريبية أكبر في السنوات الأولى. وكما سيتضح فيما بعد، فإن التحول إلى شركة خاصة، عادة ما يكون من خلال امتلاك الشركة المستهدفة من شركة أخرى تنشأ لهذا الغرض، وهو ما يعني الاستفادة من تلك الوفورات الضريبية. يضاف إلى ذلك الوفورات الضريبية لفوائد القروض، التي عادة ما تكون المصدر الرئيسي لتمويل عملية التحول.

هذا بالإضافة إلى تشريع ضريبي آخر لتشجيع تملك العاملين لأسهم الشركات التي يعملون بها ***Employee Stock Ownership Plan (ESOP)***، ويقضي هذا التشريع بأن تعامل التوزيعات عن الأسهم المملوكة للعاملين بالشركة معاملة الفوائد، بما يعني أن تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة. هذا فضلاً عن إعفاء ضريبي على جزء من الفوائد، التي تحققها المؤسسات المالية عند إقراضها العاملين لغرض شراء أسهم الشركات التي يعملون فيها، وهو ما يعني إمكانية حصول العاملين على قروض للغرض المذكور بمعدلات فائدة منخفضة. وهكذا لم يأت القادم الجديد لمجرد رغبة في التجديد، ولم يأت تحت وطأة ضغوط من أي نوع، بل جاء المولود الجديد في ظل ظروف طبيعية أحاطت بمولده، مما جعل عملية الولادة سهلة يسيرة، لم تستخدم فيها عملية جراحية.

المطلب الثالث

ابتكارات في مصادر تمويل التحول

لابـد وأن القارئ قد شعر بقدر المخاطر الذي يحيط بهذا النمط من إعادة الهيكلة، الذي نسج خيوطها المهندسون الماليون. كما سيتضح جلياً في هذا المطلب والذي يليه. إنه نمط لا يقدم عليه إلا نوع من المستثمرين، لديه الاستعداد لتحمل قدر كبير من المخاطر. ذلك أنهم يحولون شركة مملوكة لآلاف المستثمرين، يشاركون كلهم في تحمل المخاطر؛ التي قد تتعرض لها الشركة، إلى شركة خاصة مملوكة لحفنة من الملاك يشارك كل منهم بقدر هائل من المخاطر. هذا فضلاً عن أن المخاطر أصبحت أكبر حجماً من المخاطر التي كانت عليها الشركة قبل عملية التحول، نتيجة للمخاطر المالية الإضافية المترتبة على أساليب التمويل المستخدمة في شراء أسهم الشركة، وأيضاً

نتيجة لأن الأسهم المشتراة لغرض تنفيذ العملية، عادة ما يدفع فيها سعر يفوق قيمتها السوقية.

والآن ما مصادر التمويل المستخدمة؟ السواد الأعظم منها أموالاً مقترضة.. فهناك قروض مضمونة قد تقدمها بنوك تجارية، وهناك السندات منخفضة الجودة وسندات الطرح الخاص. وهناك ما يسمى بتمويل المعبر أو تمويل العبور ***Bridge Finance***، وهو قرض يقدمه بنك الاستثمار الموكل إليه تنفيذ عملية التحول. بل وقد يدخل هذا البنك كمستثمر ضمن مجموعة المستثمرين الذين يسعون لتحويل الشركة، بتقديمه حصة في رأس المال. وهناك مصادر تمويل أخرى تأتي من شركات رأس المال المخاطر، وسوف يتضح أن بعض تلك المصادر يمثل ابتكاراً صمم خصيصاً لتمويل مثل هذه العمليات، التي تنطوي على قدر كبير من المخاطر، وتحمل بالتالي سعر فائدة مرتفعًا. وسوف نعرض لكل مصدر من المصادر المشار إليها، وما أنطوى عليه من خلق وإبداع.

أ- السندات الرديئة : *Bad Bonds*

سبق أن ذكرنا أن رواج سوق السندات الرديئة قد أسهم في تيسير عمليات إعادة الهيكلة بصفة عامة، بما في ذلك عمليات تحول الشركات المساهمة إلى شركات خاصة، والحقيقة أن «ملكن» قد نجح في صياغة صورة مبدعة من صور الهندسة المالية التي، ربط فيها بين تلك السندات وعمليات إعادة الهيكلة. يشير «مارشال وبنسال» إلى أنه في عمليات إعادة الهيكلة ومن خلال التحول أو من خلال السيطرة، سواء كانت سيطرة سلمية أو عدوانية، كانت العمليات التي يتم تمويلها بسندات رديئة هي لمنشآت القيمة السوقية لصافى أصولها- بعد استبعاد الخصوم - تفوق القيمة السوقية لأسهمها المصدرة. وعندما يضع «ملكن» يده على منشأة من هذا النوع، والتي عادة ما يكون حملة أسهمها غير راضين عن أداء الشركة، يقوم بالبحث عن عملاء راغبين في تنفيذ عملية التحول.

وإذا ما تم الاتفاق حينئذ يقوم «ملكن» من خلال مؤسسة «دركسل» بتقديم المساعدة لإنشاء شركة، تصدر سندات منخفضة الجودة يتم تسويقها بسرعة، بفضل «ملكن» وشبكة اتصالاته الواسعة بالمستثمرين المؤسسين. ثم ماذا؟ تستخدم الموارد المالية في شراء أسهم الشركة، كلها أو معظمها، وبذلك يتم التخلص من السواد الأعظم من حملة الأسهم، وتصبح الشركة مملوكة لحفنة صغيرة من المستثمرين. يتبع

ذلك بيع جزء من أصول تلك الشركة، وربما بيع أصولها بالكامل، واستخدام الحصيلة في سداد القروض التي سبق الحصول عليها، وغالباً ما تتحقق من تنفيذ تلك العملية أرباح سخية. وليس من الضروري بالطبع أن تنتهي عملية التحول إلى التخلص من الشركة بالبيع، فقد يتم الإبقاء عليها، واستخدام التدفقات النقدية الكبيرة المتوقع أن تتحقق بعد التحول، في سداد الفوائد والقيمة الاسمية لتلك السندات. أما مصدر تلك التدفقات الكبيرة فهو تحسن مستوى الأداء والانخفاض الملحوظ، بل وربما اختفاء تكلفة الوكالة. يضاف إلى ذلك ضخامة الوفورات الضريبية من أقساط الإهلاك وفوائد القروض.

ومما يذكر أنه بسبب الوفورات الضريبية الكبيرة، التي تمثل موارد ضائعة على مصلحة الضرائب، إضافة إلى ارتفاع مخاطر الإفلاس، التي تصاحب هذا النوع من التمويل، سمعت أصوات تنادي بعدم استخدام تلك القروض لعمليات إعادة الهيكلة، خاصة أنها، أي عمليات التحول، قد تنطوي على تخفيض في حجم العمالة المطلوبة. يبقى التساؤل عن نسبة تلك الفوائد ووفوراتها الضريبية، التي تسبب الأرق للمهتمين بالحصيلة الضريبية، بعد ما جعل «ملكن» سوق السندات منخفضة الجودة يتسم بقدر كبير من السيولة.

ولنا أن نتوقع أن انخفاض مخاطر السيولة لتلك السندات، لابد وأن يصحبه انخفاض في معدل العائد المطلوب للاستثمار فيها، وبالتالي انخفاض معدل الكوبون الذي تحمله أي انخفاض حجم الفوائد المدفوعة، وهو ما يعني انخفاض حجم الوفورات الضريبية المحققة.

ومن ناحية أخرى، يتوقع أن يترتب على زيادة المعروض سن السندات منخفضة الجودة، تنافس الشركات المصدرة لها على زيادة معدل الكوبون الذي تحمله، وذلك رغبة في جذب العملاء لتلك السندات، مما يؤدي بدوره إلى الزيادة في حجم الوفورات الضريبية. وهكذا تتوقف تكلفة الاقتراض وما يصاحبها من وفورات ضريبية، على التأثير الصافي لهذين العاملين المتضاربين، ولكن ما سبل زيادة العائد على تلك السندات لزيادة جاذبيتها؟

يجيب «مارشال وبنسال» عن ذلك بأن العديد من السندات منخفضة الجودة أخذت إحدى صورتين: سندات يعاد النظر في معدل كوبونها *Reset Provision*، حيث تلتزم الجهة المصدرة برفع سعر الفائدة على السند، إذا كان السعر الذي يتداول

به خلال فترة معينة، تحددها نشرة الاكتتاب، يقل عن قيمته الاسمية. الصورة الثانية سندات الدفعات المؤجلة. ومن أبرز أنواعها، السندات التي لا يدفع فيها العائد نقداً بل يدفع عيناً ***Payment – in Kind (PIK)***، والسندات الصفرية غير التقليدية.

ويقصد بالسندات التي يدفع فيها العائد عيناً ***PIK***، السندات التي يحصل حاملها على الفوائد الدورية في صورة سندات إضافية. وفي تاريخ الاستحقاق يحصل المستثمر على قيمة السندات الأصلية والإضافية. هندسة مالية تحقق مزايا للشركة المصدرة والمستثمر في تلك السندات؛ فالشركة تصدر المزيد من السندات مباشرة دون حاجة للاستعانة ببنك استثمار، وهو ما يعني عدم وجود تكلفة للإصدار. هذا فضلاً عن عدم تعرض الشركة لضغط على السيولة المتاحة، والتي تحتاجها لخدمة القروض الكبيرة التي حصلت عليها. وبالنسبة للمستثمر فإنه بدلاً من حصوله على الفوائد واضطراره لإعادة استثمارها بمعدلات أقل، إذا ما كانت أسعار الفائدة في السوق منخفضة، أصبح أمامه الباب مفتوحاً لإعادة الاستثمار بمعدل الفائدة ذاته على السندات الأصلية. هذا بالإضافة إلى تجنب ضياع الوقت في البحث عن فرص استثمارية أخرى.

بقي سبيل ثالث للتنافس على طرح السندات منخفضة الجودة، هو هندسة الهندسة المالية. فبعض السندات منخفضة الجودة أخذت صورة سندات صفرية تباع بخصم يتراوح بين ٣٠٪، ٤٠٪، ويمثل مقدار الخصم الفوائد التي يحصل عليها المستثمر، والتي يبدو أنها كبيرة. إلى هنا نحن أمام السندات الصفرية التقليدية التي قدمها لنا المهندسون الماليون، هذا الوليد تم إعادة هندسته بما يجعله أكثر جاذبية في أعين المستثمرين. تم ذلك من خلال شرط في نشرة الاكتتاب، يمنح حملة السندات الصفرية فوائد دورية بعد مرور فترة معينة على إصدار السند. وهكذا لم يعد السند صفريًّا، أي لم يعد صفري الكوبون، بل أصبح خليطاً من السندات الصفرية والسندات التقليدية. فهو صفري في البداية، ينقلب إلى سند تقليدي في منتصف الطريق أو بعده بقليل. هذه السمة قد تكون لها أهميتها لبعض المستثمرين.

ب- الطرح الخاص للسندات : Special Bond Issuance

الطرح الخاص لا يطرح لجمهور المستثمرين بل لفئة محدودة منهم. وفي حالة السندات عادة ما يكون هؤلاء المستثمرين مؤسسات مالية كشركات التأمين وصناديق المعاشات وصناديق الاستثمار والبنوك. وبصفة عامة عادة ما يكون سعر الفوائد على

تلك الإصدارات مرتفعًا مقارنة بتلك التي تطرح لاكتتاب عام. يرجع ذلك إلى أسباب أخرى تتعلق بالظروف التي أدت إلى طرحها للاكتتاب الخاص، من بينها أن المنشأة قد تكون جديدة وليس لها سجلات مالية كافية، أو أن درجة المخاطر مرتفعة بشكل لا يشجع المستثمرين الأفراد على شرائها، بينما قد تكون ملائمة للمؤسسات المالية التي عادة ما يكون استثمارها في السندات من خلال محفظة يمكن من خلالها تخفيض مخاطر الاستثمارات الفردية.

ورغم ارتفاع معدل الكوبون على تلك السندات، قد تظل رخيصة ذلك أنه لن يتم قيدها في البورصة طالما لا يحتاج المستثمرون المؤسسون لحماية هيئة الأوراق المالية والبورصة ***SEC***، كما أنها لن تلتزم بتقديم تقارير فحص وخطط مستقبلية تفصيلية متعمقة ***Due Diligence Investigation*** مما يعني السرعة في تصريف الإصدار، وهو عنصر مهم في مثل هذه الحالات.

هذا وعادة ما يطلق على سندات الطرح الخاص والسندات منخفضة الجودة، المستخدمة في تمويل عملية التحول إلى شركات خاصة، الأموال المتوسطة ***Mezzanine Money***، على أساس أن معدل الفائدة عليها عادة ما يقع بين معدل الفائدة على القروض المضمونة التي تقدمها البنوك لتمويل عملية التحول، والتي تعتبر أرخص مصادر لتمويل عملية التحول، وحقوق الملكية المستخدمة والتي تعتبر أغلى تلك المصادر تكلفة. ومما يذكر أن المستثمرين في سندات الطرح الخاص والسندات منخفضة الجودة، غالباً ما يساهمون في حصة في رأس المال يطلق عليها حقوق الملكية الداعمة ***Equity Kicker***.

جـ- تمويل المعبر : *Bridge Financing*

يقصد بتمويل المعبر القروض التي تقدمها بنوك أو مؤسسات الاستثمار لمجموعة من المستثمرين الراغبين في القيام بعملية التحول، كمساعدة مالية عاجلة- عادة قصيرة الأجل- إلى أن يتم ترتيب مصادر تمويل طويلة الأجل. هذا المصدر التمويلي يمثل في حد ذاته هندسة مالية، فهو أداة مالية مستحدثة صممت خصيصاً لتوفير مصادر عاجلة تحقق سبل النجاح لعملية التحول. وإذا ما تحقق النجاح المنشود، حينئذ تسعى الشركة للحصول على مصادر تمويل بديلة طويلة الأجل، تستخدم حصيلتها في سداد قيمة قرض المعبر. أما إذا فشلت عملية التحول، حينئذ قد يتعرض بنك الاستثمار إلى خسارة قد تكون فادحة. ولا يقتصر التمويل الذي يقدمه البنك على القروض

العاجلة، بل قد يدخل كعضو مع المجموعة التي ترغب في عملية التحول، ويصبح بذلك مستثمراً يقدم حقوق ملكية شأنه فى ذلك شأن بقية المستثمرين ***Merchant Banking***.

ولكن ما سمات هذه الأداة التمويلية الجديدة، التي تضعها في مصاب الابتكارات التي تهدف إلى حل المشكلات التي تواجه منشآت الأعمال؟ من أهم سمات تلك الأداة التمويلية أن الذي يقدمها هو بنك الاستثمار بصفته. من أهم سماتها أنها مصدر تمويل تحصل عليها المجموعة على وجه السرعة وبحد أدنى من الإجراءات، وذلك بهدف الإسراع في إنهاء عملية التحول، وذلك قبل دخول طرف آخر منافس، أو قبل أن تتخذ إدارة الشركة المستهدفة إجراءات دفاعية، قد تجعل عملية التحول مكلفة. سمة أخرى هي أن الهدف من القرض ليس الفوائد المتولدة عنه، بل الهدف هو مصادر الدخل الأخرى التي يحصل عليها بنك الاستثمار في حالة نجاح العملية. يقصد بذلك الأتعاب مقابل المشورة المقدمة، وأتعاب إصدار أوراق مالية لتوفير التمويل طويل الأجل.

د- رأس المال المخاطر : *Venture Capital*

يقدم هذا النوع من رأس المال شركات يطلق عليها شركات رأس المال المخاطر ***Venture Capital Firms*** التي ظهرت لأول مرة في الثمانينيات وهي شركات متخصصة في تمويل عمليات على درجة عالية من المخاطر، أملاً في الحصول على عائد مرتفع يتناسب مع تلك المخاطر. وعادة ما يكون التمويل في صورة مشاركة في رأس المال، مصحوبة بتقديم المشورة للإدارة. أما طبيعة رأس المال المقدم فيكون في غالبيتها أسهم ممتازة مصحوبة بصكوك تعطي الحق في شراء أسهم عادية. فإذا ما حقق المشروع النجاح تحولت الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية. أما إذا لم يكتب له النجاح، حينئذ تحصل شركة رأس المال المخاطر على نصيبها في أموال التصفية قبل حملة الأسهم العادية.

وعلى ضوء طبيعة نشاط تلك الشركات، فإنه يمكنها الاستثمار في سندات الطرح الخاص والسندات منخفضة الجودة، كما يمكن أن تدخل بصفة مستثمر يشارك في الملكية مع أعضاء فريق السيطرة. بل ويمكن أن تأخذ شركة رأس المال المخاطر الصفتين أي أن تكون مقرضة ومالكة في الوقت ذاته، وهذه وهي السمة الغالبة على أي حال.

ونختتم هذا الجزء بالإشارة إلى ما ذكره «رُس وزملاؤه» عن «إداور ألتمان» من أن ٦٠٪ من الموارد المالية لعمليات التحول تتمثل في قروض مضمونة، تقدمها البنوك وشركات التأمين، وأن ما بين ٢٥٪ إلى ٣٠٪ من تلك الموارد يتمثل في سندات منخفضة الجودة وما يماثلها، ثم ما بين ١٠٪، ١٥٪ من الموارد يتمثل في حقوق ملكية تقدمها مجموعة المستثمرين الراغبة في إتمام العملية. ويضيف «ألتمان» أن نسبة القروض إلى حقوق الملكية في مثل هذه العملية لا يقل عن ٦ : ١. وفي حالة التحول الذي يتم من خلال منشآت متخصصة في السيطرة على شركات أخرى وتحويلها إلى شركات خاصة، لا تزيد نسبة حقوق الملكية عن ٢٪. يتحقق ذلك بفضل تنويع نشاط الشركات محل التحويل.

ويتسبب تشكيل الهيكل المالي على هذا النحو في نوعين من المخاطر: مخاطر الأعمال، ومخاطر تغير سعر الفائدة، وتنشأ مخاطر الأعمال ***Business Risk*** من احتمال انخفاض كفاءة العمليات بشكل قد يترتب عليه الفشل في خدمة السندات المصدرة. أما مخاطر تغير سعر الفائدة ***Interest Rate Risk*** ، فتنشأ عن ربط معدل الكوبون على السندات مع أسعار الفائدة السائدة في السوق. فإذا ما حدث ارتفاع حاد في تلك الأسعار ارتفع معها معدل الكوبون، والتهمت الفوائد جانباً كبيراً من أرباح المنشأة، بل وقد تحولها إلى خسائر.

ومع هذا هناك ثلاثة عوامل تحد من تلك المخاطر :

العامل الأول : أن الشركة التي تتحول إلى شركة خاصة عادة ما تتصف بضخامة التدفقات النقدية المتولدة عنها، كما تتصف بفرصة نمو جيدة.

العامل الثاني: أن الملاك من خارج المنشأة عادة ما يستعينون ببنوك استثمار ***Investment Banks*** أو متخصصين لإتمام عملية التحول ***(LBO)*** حيث تقع على عاتقهم مسئولية التأكد من قدرة المنشأة على خدمة الدين، قبل البدء في إجراءات التحول.

العامل الثالث: فيتمثل في أن الشركة أصبحت مملوكة من عدد قليل من المستثمرين، وهو ما يؤدي إلى ضخامة نصيب كل منهم في المخاطر التي تنطوي عليها عملية التحول. هذا العبء الثقيل للمخاطر، إضافة إلى شعور المديرين (وهم عادة الملاك) بأنهم يعملون لأنفسهم، سوف يمثل قوة دافعة لرفع مستوى الأداء بما يقلل من فرص التعرض للمخاطر.

كذلك يمكن أن تكون المخاطر عند حدها الأدنى، إذا ما توافر في المنشأة محل

التحول سمات معينة، منها: ضخامة حجم الأصول الثابتة، وانخفاض حجم الأموال المقترضة في هيكلها المالي، وانخفاض حجم المشروعات تحت التنفيذ؛ حتى لا تلتهم تلك المشروعات السيولة المطلوبة لخدمة السندات المصدرة، وكذا انتماء المنشاة إلى صناعة لا تتسم بارتفاع حساسيتها للتغير في أسعار الفائدة.

المطلب الرابع

مصادر القيمة المضافة في عملية التحول

لكي يكتب النجاح لأي عملية هندسة مالية وما تنطوي عليه من ابتكار وإبداع، لابد وأن يتحقق في ظلها مكاسب لكل الأطراف. فإذا لم يتحقق ذلك، يُسد الطريق أمام وضع الابتكار موضع التنفيذ. وفي الهندسة المالية التي تنطوي عليها عملية تحول الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، تتحقق المكاسب لكل الأطراف: المجموعة الاستثمارية وبنك الاستثمار، الذي أوكل إليه تصميم عملية التحول، وقدامى الملاك الذين باعوا أسهمهم، والمستثمرون في الأوراق المالية المستخدمة في تمويل العملية. وبالنسبة للمجموعة الاستثمارية، فإن مكاسبها كبيرة على النحو الذي سيكشف عنه لاحقاً. ويحصل بنك الاستثمار يحصل على أتعاب مقابل الخدمات التي يقدمها، كما يحصل على عائد عن حصة مساهمة في رأسمال الشركة. والملاك القدامى لهم فرصة لبيع الأسهم التي يمتلكونها بقيمة تزيد عن قيمتها السوقية، وقد تصل الزيادة إلى أكثر من ٥٠٪.

ويحصل مشترو السندات ومقدمي القروض على عائد يفوق العائد الذي تبرره المخاطر التي تنطوي عليها استثماراتهم. فمشترو الأصول المالية المستخدمة في التمويل هي مؤسسات مالية، عادة ما تمثل الأصول المشتراه جزءًا من محفظة أوراقها المالية، وفى هذا الصدد توجد أدلة وبراهين تؤكد أن بناء محفظة من السندات منخفضة الجودة عادة ما ينجم عنه عائد يفوق ما تنطوي عليه المحفظة من مخاطر. محفظة السندات التي تتكون من سندات منخفضة الجودة، عادة ما تنخفض مخاطرها إلى حد كبير، في الوقت الذي يتولد فيه عن السندات الفردية عائد مرتفع. والأهم من كل ذلك أن عملية التحول عادة ما تتم لشركات ذات تدفقات نقدية كبيرة ومستقرة، بما يضمن سداد الأموال المقترضة دون متاعب.

ولكن من أين تأتي المكاسب التي تحققها مجموعة المستثمرين الذين ينفذون عملية التحول؟ هل هي نتيجة لشراء أسهم الشركة بقيمة أقل من قيمتها العادلة؟ أم أن المكاسب تأتي نتيجة لعملية التحول ذاتها؟ أم أنها مكاسب تنتقل للمجموعة من

أطراف أخرى لها علاقة بالشركة؟ أم أن مصدرها شيء آخر؟ من غير المتوقع أن يكون مصدر تلك المكاسب شراء الأسهم بسعر يقل عن القيمة العادلة. فالسوق الأمريكي- الذي تتفجر فيه إبداعات الهندسة المالية- يتصف بالكفاءة، فالأسعار تعكس المعلومات المتاحة. وحتى لو اختلفنا على ما إذا كان السوق الأمريكي كفئًا أو غير كفء، فمن غير المتوقع أن يصل عدم التسعير العادل، للدرجة التي تبرر تنفيذ عملية التحول، بما تنطوي عليه من أرباح هائلة، في وقت قد يزيد فيه سعر شراء السهم عن ٥٠٪ من قيمته السوقية.

وأنه لو كان انخفاض سعر شراء السهم هو الدافع، فلماذا لم تتم عمليات التحول خلال الفترات التي تنخفض فيها أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة، لمستوى يقل بوضوح عن قيمتها العادلة؟ ولعلنا نلتقي في منتصف الطريق، ونقول إنه قد يكون هناك تسعير خاطئ وأن حجم الخطأ، وإن كان لا يكفي وحده ليبرر تنفيذ عملية التحول، فإنه يساهم فيها على الأقل.

نأتي إلى مصدر آخر للمكاسب وهو مجرد التحول إلى شركة خاصة، وما ينطوي عليه ذلك من وفورات في تكلفة الوكالة. فالشركة بعد تحويلها أصبحت تدار مباشرة بواسطة الملاك، الذين يعطون اهتماماً كبيراً، لتطويرها أملاً في إعادة بيعها مرة أخرى.

هناك كذلك الكفاءة والسرعة في اتخاذ القرارات. فالقرارات تتخذ بسرعة كافية دون حاجة إلى اعتمادها من حملة الأسهم، وهو ما قد يتطلب الانتظار حتى اجتماع الجمعية العامة، مع ما ينطوي عليه ذلك من وقت ضائع في كتابة التقارير، التي تتضمن البراهين والحجج وراء اتخاذ القرار. بل وقد تضيع فرصاً مواتية بسبب طول الإجراءات. هذا فضلاً عن أن كون الشركة وقد أصبحت خاصة، لم تعد مضطرة إلى نشر تقارير مالية ومعلومات، قد يكون لها تأثير على مركزها التنافسي. إضافة إلى تجنب التكاليف والوقت المرتبطين بالالتزامات، التي تفرضها هيئة الأوراق المالية والبورصة SEM بشأن التقارير والمعلومات التي ينبغي نشرها.

يأتي مصدر ثالث للمكاسب هو الوفورات الضريبية الإضافية لأقساط الإهلاك والناجمة عن إعادة تقييم الأصول، واستخدام أسلوب القسط المتناقص، كذلك هناك الوفورات الضريبية على فوائد الأموال المقترضة. فضلاً عن الاستفادة من التشريع الذي يعطي الحق في اعتبار التوزيعات، التي يحصل عليها العاملون في الشركة نتيجة امتلاكهم حصة من رأسمالها، في عداد التكاليف التي يمكن أن تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

ومصدر رابع هو عائد الاقتراض، فالاقتراض بسعر فائدة يقل عن معدل العائد على استثمار الأموال المقترضة، يمثل عائداً إضافيًا يحصل عليه الملاك. ونظراً لأن الأموال المقترضة يتم الحصول عليها من مؤسسات مالية يمكنها تخفيض المخاطر التي تنطوي عليها تلك القروض من خلال التنويع، فإنه يمكن لها أن تقدم تنازلات بشأن سعر الفائدة الذي تطلبه، وهو ما يسمى بفن بيع الأوراق المالية ذات المخاطر العالية لمستثمرين أقل حساسية تجاه المخاطر. مصدر آخر لانخفاض سعر الفائدة على القروض، يكمن في أن عملية التحول تكون لشركات تتسم بحجم تدفق نقدي متميز وتتسم بالاستقرار، وهو ما يشجع المقرضين على قبول سعر فائدة مرضٍ للشركة المصدرة.

بقي مصدر خامس هو انتقال الثروة ***Wealth Transfer*** إلى مجموعة المستثمرين من أطراف أخرى لها علاقة بالمنشأة ***Stakeholders***. فقد تنتقل الثروة من المقرضين القدامى. يحدث هذا بسبب ارتفاع نسبة الاقتراض التي تصاحب عملية التحول، وهو أمر من شأنه أن يترك أثرًا عكسيًا على قيمة القروض التي كانت قد اقترضت قبل عملية التحول، خاصة إذا كان تاريخ استحقاق القروض، الجديدة أطول من تاريخ استحقاق القروض القديمة، أو عندما تكون للقروض الجديدة سمات تجعل لمقدميها الأسبقية على المقرضين القدامى، وهو ما يعني إمكانية الحصول على القروض الجديدة بسعر فائدة وشروط ملائمة. وهكذا فإن المزايا التي حققتها مجموعة المستثمرين من القروض الجديدة، يكون قد دفع ثمنها المقرضون القدامى.

كذلك قد تنتقل الثروة إلى مجموعة المستثمرين من العاملين في المنشأة، خاصة إذا ما انطوت عملية التحول على التخلص من جزء من القوى العاملة، بما يترتب عليه من تحقيق وفورات في تكاليف الإنتاج. هذا فضلاً على الانتقال المؤكد للثروة من الحكومة إلى مجموعة المستثمرين، في صورة الوفورات الضريبية الضخمة التي تتحقق. ومع هذا قد ينجم عن التحول إضافة إلى ثروة العاملين، فى الحالات التى يدرك فيها الملاك الجدد، أن إثارة دافعية العاملين بأنظمة حوافز فعالة، من شأنها أن تحسن أداء الشركة وتزيد من مكاسبها. كذلك فإن المقرضين القدامى قد يمكنهم ابتداءً حماية أنفسهم، بوضع شروط مسبقة تحميهم فى حالة حدوث أى تغيير فى هيكل الملكية، أو فى حالة إقدام الشركة على الحصول على قروض جديدة.

وقد نختلف حول المصادر المحتملة للمكاسب، أو حول حجم المكاسب التى تتولد عن كل مصدر. ومع هذا فإنه من الأفضل أن نتفق على أن تلك المصادر جميعاً قد يلعب كل منها دوراً فى توليد المكاسب، وأنه من الصعب الوقوف على فاعلية كل مصدر فى تحقيق ذلك.

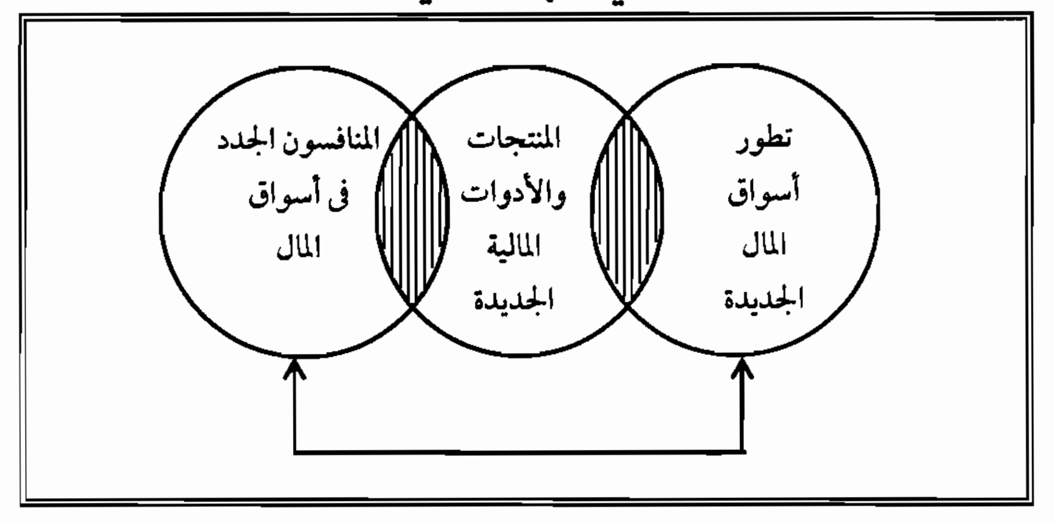
الفصل الثاني

فلسفة الهندسة المالية

الفصل الثانى : فلسفة الهندسة المالية

المبحث الأول

تحديات الهندسة المالية



تسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية (البنوك - شركات التأمين - صناديق الاستثمار - الإدارات المالية) برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة، تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة فى أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة على السندات - أسعار الصرف - أرباح الأسهم - أسعار الأسهم - حجم التداول ...). ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير فى حقل المنتجات والأدوات المالية. ويساعد على ذلك وجود قاعدة بيانات مالية ***Database***، تسمح بالمحاكاة والتجارب بغرض تحقيق الربحية والنمو والإستقرار المالى. ومن أمثلة التجديدات فى الأدوات المالية ما يطلق عليه بالمشتقات التى تعتمد على عدد من الأوراق المالية.

مسئوليات الهندسة المالية :

* التحليل المالى والتخطيط المالى (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة فى رأس المال).
* إدارة هيكل الأصول (النقدية - محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة الأخرى).

* إدارة هيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض).

* إدارة المنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

المؤسسات المالية :

هى المؤسسات الوسيطة التى تقوم بضخ المدخرات الفردية والمؤسسية والحكومية فى قنوات الاستثمار والإقراض.

١ – **البنوك التجارية** : التى تقبل حسابات الادخار والإقراض للأفراد والشركات والحكومة، وهى أهم مصدر للإقراض لرجال الأعمال.

٢ – **بنوك الادخار** : وهى تشبه البنوك التجارية عدا عدم فتح الحسابات الجارية حيث يقتصر دورها على فتح حسابات الادخار، وحسابات الأسواق النقدية والإقراض من خلال الأسواق المالية والقروض العقارية.

٣ – **اتحادات الائتمان** : تعطى الأعضاء سندات عامة وتدير حسابات الإدخار وحسابات السوق النقدى والقروض لتمويل الشراء الآجل للسيارات والسلع المعمرة المنزلية.

٤ – **شركات التامين** : تقبل شركات التأمين أقساط بوالص التأمين من الأفراد والشركات على أساس مدفوعات مؤجلة باعتبارها عقودًا طويلة الأجل تخلق ودائع استثمارية، فيتم إقراض الأموال للأفراد والشركات فى أسواق المال.

٥ – **صناديق المعاشات** : تقوم صناديق المعاشات بتجميع الأموال من الأفراد والشركات لدفع المعاشات فى المستقبل، وتقوم تلك الصناديق عادة باستثمار تلك المبالغ فى أسواق المال.

٦ – **صناديق الاستثمار** : تقوم صناديق الاستثمار بتجميع أموال المدخرات واستثمارها فى الإقراض أو فى الأسهم أو سندات الخزانة.

٧ – **شركات التمويل وضمانات الائتمان ومؤسسات التمويل الدولية.**

الأسواق المالية :

تجمع أسواق المال المدخرين والمستثمرين فى لقاءات مباشرة لشراء وبيع الأوراق المالية، وتوجد أشكال مختلفة من أسواق المال حسب النشاط والموقع الجغرافى. وأهم أسواق المال :

(أ) **أسواق النقد :**

حيث يتم التعامل فى الأموال لفترات تصل لعام أو أقل من العام، وقد يتم فيها تداول الأوراق المالية سريعة التسويق والأوراق التجارية.

ومن أهم المشاركين فى الأسواق النقدية سماسرة الأوراق المالية الحكومية والبنوك التجارية.

(ب) أسواق رأس المال :

وهى الأسواق التى تغطى المعاملات المالية المتوسطة أو طويلة الأجل، مثل: السندات والأسهم الممتازة والأسهم العادية.

* **الأسواق الأولية :**

وهى أسواق توفير الأموال للاستخدام، أى أسواق الإصدارات الجديدة للأوراق المالية.

* **الأسواق الثانوية :**

وهى أسواق إعادة بيع الأوراق المالية المصدرة فى السوق الأولية، حيث يبيع أحد المستثمرين لغيره من المستثمرين.

الهندسة المالية وأسعار الفائدة :

سعر الفائدة الحقيقى هو السعر الذى يتحقق بعيداً عن المخاطر والتوقعات التضخمية، ويتحدد سعر الفائدة الحقيقى بتفاعل العرض منه والطلب على النقود أو الأوراق المالية.

أما سعر الفائدة الفعلى، فهو سعر الفائدة الحقيقى مضافاً إليه :

* معامل المخاطرة.

* معامل التضخم.

* معامل تفضيل السيولة.

وهو ما يتم دفعه فعلاً فى أسواق المال.

ويطلب المستثمرون والمقرضون عائدًا مرتفعًا على الإقراض أو الاستثمار، ويطلق على هذا العائد المرتفع عائد المخاطر، ويشمل :

أ- مخاطر عدم السداد.

ب-مخاطر تاريخ الاستحقاق كلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفض سعر السند وكلما طالت فترة الاستحقاق زادت تقلبات الأسعار.

جـ- مخاطر القدرة التسييلية والتسويقية - فكلما زادت القدرة التسويقية انخفضت المخاطر.

المبحث الثانى

إستراتيجية الهندسة المالية

يقصد بإستراتيجية الهندسة المالية التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال، بالإضافة إلى التشغيل الديناميكى للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات، التى تعقد لأوامر تنفيذ فى المستقبل، وتركز الإستراتيجية فى الهندسة المالية على :

١ - تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول المالية، قصيرة الأجل وطويلة الأجل، أصول متغيرة وأصول ثابتة، وحقوق الملكية والخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل).

٢ - تحديد فرص الاستثمار والتمويل فى سوق المال وخارج أسواق المال، والتى تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص.

٣ - تجنب التهديدات والمخاطر المالية فى الأدوات المالية، مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات، والقروض، وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى.

المبحث الثالث

منتجات الهندسة المالية

لقد أدى التغير المستمر فى البيئة الإقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة. فالتغير فى الأسعار والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد.

وتشير الإحصاءات ونشرات البورصات يوميًا إلى :

١ - تذبذب أسعار الصرف للعملات المختلفة تجاه بعضها البعض.

٢ - زيادة المخاطر البيئية المحيطة بالمؤسسات، والتى يصعب السيطرة عليها.

٣ - زيادة مخاطر الأعمال، والتى يجب أن تعرف المؤسسات كيفية السيطرة عليها.

٤ - تغير الأسعار للمعادن الثمينة (الذهب والفضة) وأسعار السلع الأساسية والمواد الخام.

إذًا يؤدى ارتفاع العملة المحلية للدولة إلى تخفيض قدرتها التنافسية فى الأسواق الدولية. والخلاصة أنه يتحدد لكل دولة نموذج للمخاطر فى ضوء المتغيرات السابقة. وتقوم الشركات بالتنبؤ بأسعار الفائدة فى المستقبل؛ لمحاولة الحفاظ على مركزها التنافسى وإدارة المخاطر وليس التنبؤ بها فقط.

المبحث الرابع

علاقة الهندسة المالية بالوظائف المالية الأخرى

مع التقدم الهائل فى عالم المال والأعمال على مدى عشرين عاماً، ظهرت منتجات مالية جديدة فى تسعير وتغطية وتداول الأوراق المالية؛ مما أدى إلى ظهور علم الهندسة المالية Financial Engineering (أى بناء وإعادة بناء المنظومات المالية مع كل تغير طفيف فى أسواق المال).

ويعتمد علم الهندسة المالية على المعلومات الأساسية فى كل من :

١ - التخطيط المالى.

٢ - آليات بنوك الاستثمار.

٣ - تمويل الشركات المساهمة.

٤ - وظائف البنوك التجارية.

٥ - جدولة رأس المال (الميزانية التقديرية).

٦ - الاستشارات المالية.

٧ - إدارة محفظة الأوراق المالية.

٨ - الرقابة على المخاطر.

٩ - بحوث العمليات المالية.

١٠- استخدامات الكمبيوتر وجهاز تليترند وإنترنت ونقاط الاتصال بالبورصات العالمية فى اتخاذ القرارات المالية.

١١- رسم السلاسل الزمنية للمتغيرات والمنتجات المالية.

١٢- التنبؤات المالية.

١٣- بناء استخدام المؤشرات المالية للبورصات والعملات وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والأسهم والسندات والمشتقات المالية الأخرى.

١٤- سيناريوهات التنبؤ بالأزمة المالية.

فاستخدام التغطية وتقلبات سوق الأسهم وسوق العملات وقياس المخاطر كل ذلك يتطلب تطبيق أدوات التحليل المالى فى المخاطر الأربعة عشر السابقة، حيث يتم قياس :

أولاً : الاتجاهات والتغيرات والسيولة لكل منتج مالى.

ثانياً : قياس عدم الكفاءة والخطورة فى القيم المالية.

ثالثاً : حساب قيمة الأوراق المالية والإصدارات الجديدة فى دلالة بعض الأوراق المالية الأخرى.

وتستخدم برمجيات الكمبيوتر لمحاكاة المواقف المالية المختلفة وكوسيلة مساندة للهندسة المالية. مثال ذلك : برمجيات نماذج تقييم وتسعير الأوراق المالية وعائد الأسهم والسندات والعملات والمشتقات المالية وإدارة محافظ الاستثمار فى الأوراق المالية وطرق تقدير المخاطر المالية. وتساعد أيضاً تلك البرمجيات فى اتخاذ قرارات :

١ - مصادر الأموال واستخداماتها.

٢ - تخطيط الأرباح.

٣ - تقدير التكاليف.

٤ - حساب المخاطر (مخاطر الائتمان - مخاطر السوق - المخاطر السياسية - مخاطر التسويات).

وترى المؤسسات المالية أنه من الأرخص التعامل مع المشتقات المالية عن الأدوات المالية التقليدية، وهى أكثر سيولة من غيرها، وتستفيد من التشابكات المالية مثل العلاقة بين الأوراق المالية والمشتقات المالية والخيارات المالية. ومن أمثلة المشتقات المالية السندات طويلة الأجل؛ حيث يمكن بيعها وإعادة شرائها حسب ظروف سوق المال. ويستخدم التداول (وهى التجارة فى الأوراق المالية التى تستفيد من فروق التسعير فى الأوراق المالية المختلفة) للاستفادة من الفرص المالية، مثال :

أ- توسيع قاعدة التداول (أسعار العملات فى مواعيد آجلة).

ب-الاستفادة من فروق أسعار الأدوات المالية الآن وفى المستقبل.

جـ- استكشاف الفرق بين تسعير الأوراق المالية والأدوات بعملات مختلفة.

الهندسة المالية وتمويل الصادرات :

لقد أدى تنوع طبيعة ومخاطر الائتمان فى الصادرات مع آثار تقلبات أسعار الصرف ووعى المستوردين إلى ضرورة تنويع أدوات ومنتجات مالية جديدة، مما زاد من فرص تطبيق الهندسة المالية فى تمويل الصادرات بصفة أساسية، والتجارة الخارجية فى السلع والخدمات بصفة عامة.

ويعتمد اليوم عدد كبير من البنوك واتحادات البنوك وبنوك تنمية الصادرات على ضمانات لاستثمار الهندسة المالية بغرض :

(١) تخفيض تكلفة التمويل.

(٢) تخفيض المخاطر.

(٣) توفير ضمانات الائتمان.

وتعتمد منتجات الهندسة المالية فى تمويل الصادرات على :

أ - طبيعة المخاطر السياسية فى الدولة المستوردة.

ب- طبيعة الصادرات والخدمات المعاونة.

جـ- مصادر الصادرات والخدمات.

د - نضج المنتجات المالية المستخدمة.

هـ- هيكل الائتمان وتكلفة التمويل وأسعار الفائدة المقترحة.

وتميز الهندسة المالية بين ثلاثة أنواع من المخاطر :

١ - مخاطر المصدر.

٢ - مخاطر المستورد.

٣ - مخاطر التمويل أو البنك.

كما تستخدم الهندسة المالية خليطًا من أسعار الفائدة الثابتة وضمانات الائتمان لتغطية المخاطر التالية :

١ - مخاطر عدم توافر العملات الأجنبية.

٢ - مخاطر استهلاك القرض.

٣ - مخاطر عدم التسليم.

حيث يتم توفير غطاء للعملة الأجنبية وغطاء للسندات وغطاء لمخاطر الاستثمار وتقلبات أسعار الفائدة، ويتم تمويل الصادرات إما مباشرة أو عن طريق خصم الكمبيالات وخطابات الضمان أو توفير مقابل لأسعار الفائدة أو إعادة الإقراض[1].

وتهتم الهندسة المالية بتوفير مصادر تمويل متعددة للصادرات؛ بغرض بناء محفظة ذات ضمانات عالية ومخاطر متدنية وتمويل مناسب. ويسمح ذلك باستخدام عدة عملات وعدة أسعار صرف وتغطية شاملة لمخاطر العملات المختلفة باستخدام المشتقات المالية.

(١) تشمل تكلفة التمويل أسعار الفائدة والعملات، ومدى توافر ضمانات للصادرات وفترة السندات.

الفصل الثالث

أدوات الهندسة المالية

الفصل الثالث : أدوات الهندسة المالية

سوف نتناول هنا تحليلاً لأسواق السندات وأسواق الأسهم، ثم نستعرض أسواق المشتقات المالية وأسواق التسويات والعملات.

ويعتمد التمويل متعدد الجنسية على مبادئ نظريات التمويل ونماذج الاستثمار من حيث نماذج الميزانية التقديرية لرأس المال، تكلفة رأس المال، إدارة رأس المال العامل بجانب قياس أسواق المال العالمية والمؤسسات المالية الدولية، وتحليل أسعار الصرف والنظام النقدى العالمى وإجراءات تقييم الاستثمارات الدولية والمخاطر السياسية منها، وإدارة الأصول الدولية وتحويل حصص الأرباح للخارج وغيرها.

المبحث الأول

أسواق السندات

Bond Markets

قلنا إن الاستثمار فى الأسواق المالية يشمل العقود الآنية فى الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات أو فى العقود الآجلة فى المشتقات المالية، وسوف نطرح هنا أهم خصائص أسواق السندات. ويحقق السند عائداً ثابتاً سنويًّا ويستحق السداد فى تاريخ لاحق، كما هو محدد فى المثال التالى :

عرض السندات

المعدل	تاريخ الاستحقاق	السعر	المطلوب	التغير	العائد
١٢،٧٥	يناير ٢٠١٠	١٢٠	١٢٥	٥ +	٪١٠
٩،٢٥	مارس ٢٠٠٥	٨٠	٩٠	١٠ +	٪٨
٨،٢٠	يونيو ٢٠٠٧	٧٥،٤٠	٧٥،٥٠	٠،١ +	٪٧

وتطرح السندات كل من الحكومة والشركات للسوق المحلى أو الدولى. مثال ذلك سندات التنمية الدولية أو سندات التنمية للسوق المحلى، كما توجد سندات للتنمية الإقليمية (محافظة ما) أو للتنمية الوطنية (مشروع قومى). ويعطى سندات الشركات حقوقاً محددة لكل من حاملها ومصدرها. وقد تكون السندات بضمانات معينة أو دون ضمانات، ويمكن ضمان السندات بأوراق مالية أخرى.

ويجب أن يعطى السند البيانات التالية :

١ - أسعار البيع والشراء فى البورصة فى أى تاريخ.

٢ - اتجاهات السعر فى أسواق الائتمان للسندات المتداولة.

٣ - اتجاهات أسعار السندات الجديدة.

٤ - نشرة أخبار السندات المختلفة والمقارنات بينها.

٥ - إيضاح عما إذا كان من الممكن تبديل السندات بأسهم أم لا.

ويجب قياس مخاطر الاستثمار فى السندات من حيث :

أ - مخاطر تقلبات سعر الفائدة.

ب- أثر السندات على معدل نمو المعروض من النقود.

جـ- أثر نوع العملة المصدر بها السند وسعر الصرف.

ويراعى فى السندات توفير ضمانات الالتزام بالسداد وتقلبات الأسعار للظروف الطارئة.

التنبؤ بأسعار السندات :

وحتى تقوم المؤسسات المالية بتقدير الأثر المتوقع لسعر الفائدة على الاحتفاظ أو عدم الاحتفاظ بالسندات، يجب التنبؤ بسعر السندات. افترض أن شركة اشترت سندات من السوق الثانوى بسعر ٤٠ مليون جنيه. وتحاول الشركة تقدير سعر تلك السندات سنتان من الآن حيث من المتوقع عرضها للبيع فى هذا التاريخ. وافترض أن الشركة تتوقع عائداً قدره ١٢٪، إذن كوبون السند ٤ ملايين على أساس ١٠٪ أى (٤٠ مليون × ١٠٪).

القيمة الحالية للسندات سنتان من الآن =

$$\frac{٤,٠٠٠,٠٠٠}{(١,٠١٢)^{١}} + \frac{٤,٠٠٠,٠٠٠}{(١,١٢)^{٢}} + \frac{٤٤,٠٠٠,٠٠٠}{(١,١٢)^{٢}}$$

٣,٥٧١ + ٣,٢٠٠ + ٣٥,٢٠٠

= ٤١,٩٧١ مليون

تحديد عائد السندات :

افترض أن سندًا يستحق بعد ٤ سنوات وقيمته الإسمية ١٠٠٠ جنيه بعائد سنوى ١٠٠ جنيه وسعره الآن فى السوق ٩٤٠ – ما سعر الفائدة – من الواضح أن نسبة العائد ١٠٠٠/١٠٠ = ١٠٪ فى حين أن قيمة السند بالسوق أقل من ١٠٠٠

(٩٤٠ جنيهًا) أى أن سعر الفائدة فى السوق أعلى من ١٠٪ يمكن تجربة ١١٪ أو ١٢٪ لاختبار الحل :

القيمة الحالية عند ١١٪ $= \frac{١٠٠}{(١،١١)} + \frac{١٠٠}{(١،١١)^{٢}} + \frac{١٠٠}{(١،١١)^{٣}} + \frac{١١٠٠}{(١،١١)^{٤}}$

$= ٩٠،٠٠ + ٨١،٣٠ + ٧٣،٠٠ + ٧٢٣،٧٠$

= ٩٦٨،٠٠ جنيه

القيمة الحالية عند ١٢٪ $= \frac{١٠٠}{(١،١٢)} + \frac{١٠٠}{(١،١٢)^{٢}} + \frac{١٠٠}{(١،١٢)^{٣}} + \frac{١١٠٠}{(١،١٢)^{٤}}$

$= ٨٩،٢٩ + ٨٠،٠٠ + ٧١،٤٣ + ٧٠٠،٦٤$

= ٩٤١،٣٦ جنيهًا

ومن هذا نرى بأنه كلما زاد معدل العائد المطلوب من المستثمر، قلت القيمة الحالية لأصل السند والعائد خلال فترة سريانه.

المبحث الثانى

الأوراق المالية فى السوق النقدية

توفر الأوراق المالية فى السوق النقدية قدراً من السيولة للشركات المالية وغير المالية، وفيما يلى بعض الأوراق المالية فى السوق النقدية :

م	الأوراق المالية	المصدر	المستثمرون	تاريخ الاستحقاق	نشاط الأسواق الثانوية
١	أذون الخزانة.	الحكومة	الأفراد والشركات.	سنة على الأقل	مرتفع
٢	الأوراق المالية.	البنوك التجارية وشركات التمويل	الشركات	يوم إلى ٢٧٠ يوم	منخفض
٣	الودائع الدولارية.	البنوك خارج امريكا	البنوك والشركات الحكومية.	يوم إلى سنة	منخفض أحياناً
٤	أدوات مصرفية أخرى (أ. قبض وخطابات ضمان)	البنوك	الشركات.	٣٠ : ٢٧٠ يوم	مرتفع

مثال : مستثمر يشترى ورقة تجارية لفترة ٣٠ يومًا بقيمة دفترية ١،٠٠٠،٠٠٠ جنيه بسعر ٩٩٠،٠٠٠ جنيهًا. ما العائد ؟

الحل :

١،٠٠٠،٠٠٠ − ٩٩٠،٠٠٠ = ١٠،٠٠٠

النسبة = ٩٩٠،٠٠٠ ×	٣٦٠ / ٣٠	/ ١٠.٠٠٠ = ١٢٪ تقريباً

المبحث الثالث

أسواق رهونات الأصول الثابتة بالأجل

Mortgage Markets

هناك تشابه بين أسواق السندات (التزامات مالية آجلة) وأسواق الرهونات فى العقارات والأراضى وغيرها، سواء للأفراد أو الشركات أو الحكومة. وقد تكون تلك الأقساط بضمان أو دون ضمان، وبسعر فائدة ثابت أو متحرك. ويتم تحديد أسعار الأقساط وتواريخ استحقاقها واستهلاك تلك الأقساط المؤجلة بأساليب متخصصة، كما يتم تمويل أقساط شراء أو بيع الأصول الثابتة عن طريق :

١ - أقساط أخرى مشتركة.

٢ - إعادة إصدار أقساط جديدة.

٣ - تمويل الرهونات عن طريق حصص فى رأس المال تدر عائدًا.

٤ - إعادة جدولة الرهونات بشروط جديدة.

المبحث الرابع

أسواق الأسهم العادية وحقوق المساهمين

Stock Markets

ما أهم العوامل التى تؤثر فى إتجاهات سوق الأسهم، وما هى أسباب تدهور السوق، وما هى أهم المؤسسات المالية التى تتعامل مع أسواق الأسهم، وماذا يؤدى إلى تحول سوق الأسهم من المحلية إلى العالمية ؟

للسهم العادى حق الانتخاب بالإضافة إلى حق فى الأرباح الموزعة فى نهاية السنة المالية، ويتحدد العائد على السهم المشترى فى الأجل القصير بالمعادلة التالية :

معدل العائد =	سعر البيع – سعر الإصدار – الأموال المقترضة + الأرباح
	سعر الإصدار (الاستثمار)

مثال توضيحى :

سعر البيع = ٧٠ جنيه

سعر السهم (الإصدار أو الشراء) = ٤٠ جنيه

العائد السنوى = ١ جنيه

ما تم دفعه فعلاً = ٢٠ جنيه

بقية الثمن يتم اقتراضها على أساس ١٠٪ :

معدل العائد =	٧٠ – ٤٠ – ٢٢ + ١	=	٧	= ١٧,٥٪
	٤٠		٤٠	

وتؤثر فى اتجاهات سوق الأسهم كل من العائد السنوى وحجم المخاطر وأسعار الصرف والعوامل الداخلية للشركة وعوامل السوق والمنافسة. ويتدهور السوق بسبب العوامل النفسية للمستثمر واتجاهات تحمل المخاطر والعوامل الفنية والاختراعات الجديدة وأسعار الفائدة والمنافسين والظروف الطارئة كالحروب والحرائق والأزمات الأخرى.

ولا تعطى **الأسهم الممتازة** حق التصويت، ولكن تحقق أولوية فى الأرباح وحصة فى رأس المال، ولاتتذبذب أسعار الأسهم الممتازة بقدر تذبذب أسعار الأسهم العادية نفسه، وتتعامل جميع المؤسسات المالية فى سوق الأسهم مثال ذلك البنوك التجارية وصناديق الاستثمار وشركات الإتجار بالأوراق المالية وشركات التأمين.

نماذج تقييم وتسعير السهم :

أولاً : يمكن تسعير وتقييم الأسهم على أساس أن السعر يعكس القيمة الحالية لما سوف يتحقق من أرباح فى المستقبل.

فإذا كانت الفترة ف = ١، ٢، ....، ن.

الأرباح السنوية = ر.

سعر الخصم = خ.

$$\therefore \text{السعر} = \sum_{ف=1}^{ن} \frac{ل_ف}{(1+خ)^{ف}}$$

ثانياً : يمكن أيضاً فى حالة بناء محفظة الأوراق المالية وتسعير أكثر من ورقة مالية، التسعير على أساس العائد والمخاطر كالتالى :

افترض أننا نرغب فى تسعير السهم س، السهم ص فى محفظة الأوراق المالية.

∴ العائد (القيمة) = العائد دون مخاطر + عائد السوق مضروباً فى المخاطر المشتركة

∴ العائد الذى يحدد السعر = العائد دون مخاطر + المخاطر المشتركة

[عائد السوق – عائد السهم]

حيث إن المخاطر المشتركة (بيتا) = التباين المشترك + تباين عائد السهم الواحد.

ثالثاً : ويمكن أيضاً استخدام نموذج يؤكد أهمية العوامل المؤثرة فى سعر السهم مثال معدل النمو الاقتصادى ومعدل التضخم.

افترض أن العوامل م = ١، ٢ ، ... ، ن

القيمة الثابتة فى النموذج = ب.

العائد المتوقع = ر

قيمة العوامل المؤثرة = $ع^{١}$ ، ...... ، $ع^{ن}$

درجة حساسية العائد لكل عامل من العوامل = $ب^{١}$

معامل الخطأ فى التقديرات = خ

$$\therefore ر = ب + \sum_{م=١} ب^{١} + ع^{١}$$

نماذج تقييم أداء الأسهم :

١ – طريقة المؤشرات :

المؤشر =	متوسط العائد على السهم – متوسط العائد بدون مخاطر	
	الإنحراف المعيارى لعوائد السهم	

مثال :

افترض أن متوسط عائد السهم الأول س = ١٦٪.

متوسط عائد السهم ص = ١٤٪.

متوسط عائد بلا مخاطر = ١٠٪.

والانحراف المعياري لعوائد السهم س = ١٥٪.

والانحراف المعياري لعوائد السهم ص = ٨٪.

∴ مؤشر السهم الأول =	(١٦٪ - ١٠٪) / ١٥٪	= ٠.٤٪

مؤشر السهم الثانى =	(١٤٪ - ١٠٪) / ٨٪	= ٠.٥ ٪

فعلى بالرغم من أن عائد السهم س أكبر، إلا أن مؤشر أداء السهم ص أعلى منه.
افترض أيضاً أن المخاطر المشتركة لكل من السهمين (بيتا) على التوالى = ١٢٪، ١٥٪.

∴ مؤشر السهم س =	(١٦٪ - ١٠٪) / ١٢٪	= ٠.٥٪

مؤشر السهم ص =	(١٦٪ - ١٠٪) / ١٥٪	= ٠.٤ ٪

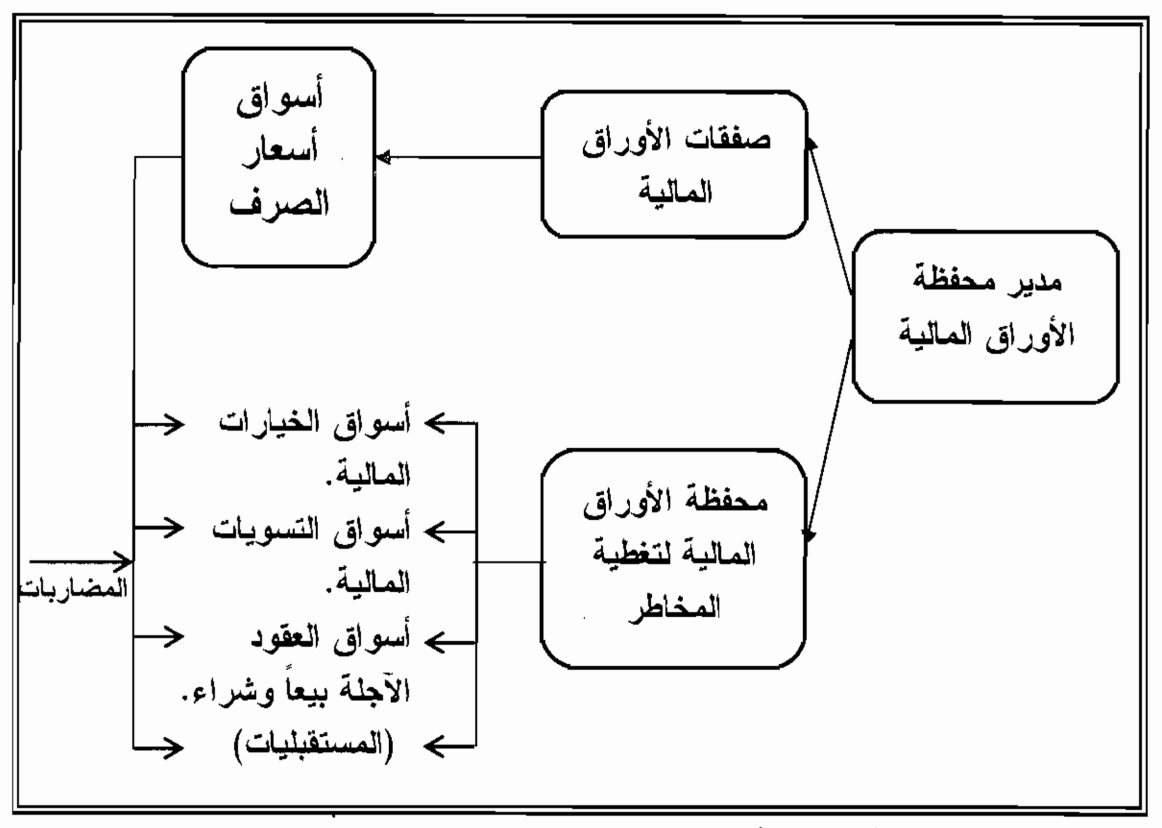
وهنا تختلف النتائج باختلاف نوع المؤشر المستخدم.

المبحث الخامس

أسواق مشتقات الأوراق المالية

Derivative Security Markets

المشتقات المالية هى الأدوات المالية الناتجة من أدوات مالية أخرى، كما هو موضح فيما يلى:



أسعار الصرف الحاضرة :

تعرف أسعار الصرف النقدى الحاضرة بالقيمة النقدية للوحدة من العملة الأجنبية فى مقابل أى عدد من وحدات العملة المحلية، فى وقت الاستبدال ذاته.

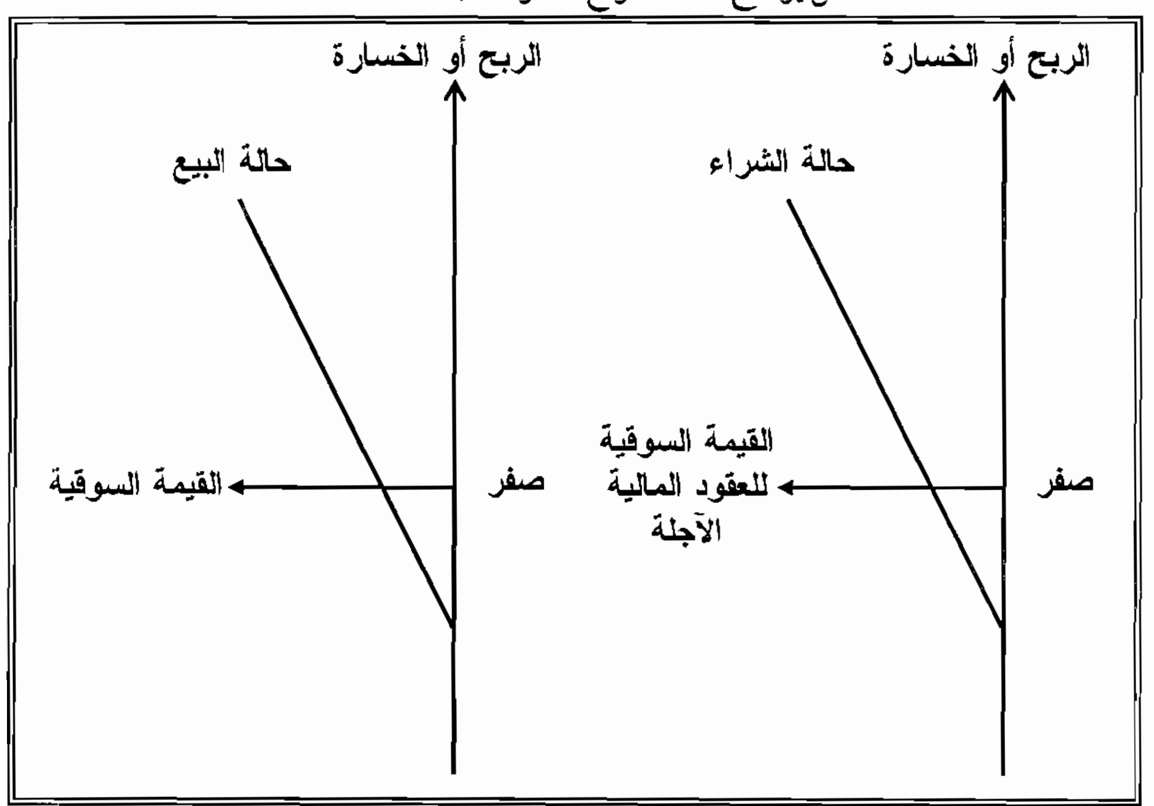
أما أسعار التحويلات فتتم وفقاً للسعر الذى يتم الإرتباط عليه حتى يومى عمل للبنوك، وغالباً ما تكون التحويلات بقيم كبيرة يتعذر على البنوك تدبيرها فى حينه، ويستلزم ذلك القيام بها من خلال حساباتها بالعملة الأجنبية لدى مراسليها فى الخارج، وفى أيام العمل الخاصة بالبنوك المحلية بالإضافة للمراسلين من البنوك الأجنبية.

العقود المالية الآجلة (المستقبليات المالية) :

كيف يمكن استخدام تلك العقود لتغطية توقعات تدهور أسعار الأسهم أو تغطية محفظة استثمار في السندات، وكيف تستخدم بشكل عام. توجد جداول لحساب عائد ومخاطر العقود المالية الآجلة (البيع والشراء) لكل نوع من الأوراق المالية مثال أذون الخزانة.

تاريخ الاستحقاق	سعر الافتتاح	مرتفع	منخفض	تسويات	التغير	تسوية	تغير سعر الخصم سعر الفائدة
يونيو ١٩٩٤							
سبتمبر ١٩٩٤							
ديسمبر ١٩٩٤							
مارس ١٩٩٥							

شكل يوضح العائد المتوقع للعقود الآجلة



مثال عملى لإيضاح العقود المالية الآجلة :

يتوقع صندوق الاستثمار التابع للبنك الأهلى أن أسعار الفائدة سوف تنخفض خلال الشهر القادم. إذا كان التوقع سلبياً فسوف تزداد القيمة السوقية لأذون الخزانة.

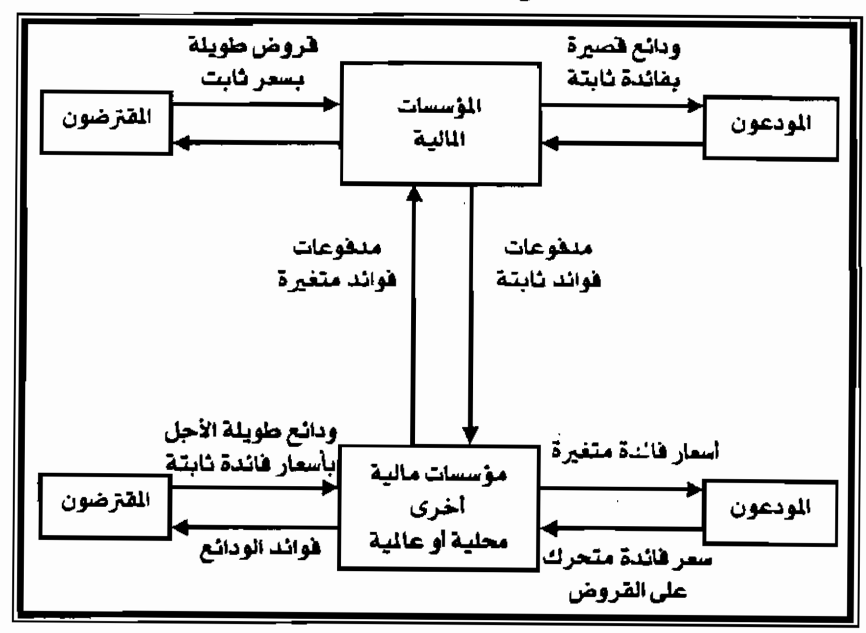
ويقوم صندوق الاستثمار بالاتصال بسمسار فى بورصة القاهرة للأوراق المالية لشراء أذون خزانة بعقد آجل. وافترض أن سعر الشراء فى العقود الآجلة ٩٤ جنيهًا (٦٪ سعر خصم) وسعر التسوية فى الشهر القادم ٩٤،٩٠ (٥،١٪ سعر خصم). وفى ضوء ذلك يقبل صندوق الاستثمار بيع أذون الخزانة (٩٤،٩٠ – ٩٤،٠٠ = ٠،٩٠) على أساس ٩٠ نقطة (٩٪) بدلاً من الشراء. وإذا كانت أذون الخزانة ذات قيمة اسمية مليون جنيه، فسوف يكون الفرق بين سعرى الشراء والبيع كالتالى :

٩٤٩.٠٠٠ – ٩٤٠.٠٠٠ = ٩٠٠٠ جنيه

أى أن صندوق الاستثمار سوف يستفيد من التوقعات التى أجراها بسبب انخفاض سعر الفائدة من وقت الشراء حتى وقت التسوية فى حين أنه إذا كان سعر الفائدة قد ارتفع. فسوف يخسر صندوق الاستثمار بسبب انخفاض سعر التسوية أقل من ٩٤،٠٠ جنيهًا، والذى يعكس سعر خصم قدره ٦٪، فإذا كانت النتيجة فى انخفاض سعر التسوية إلى ٩٢،٥٠ جنيه؛ أى بسعر خصم ٧،٥٪ فسوف تصبح الخسارة = ٩٢٥،٠٠٠ – ٩٤٠،٠٠٠ = ١٥ ألف جنيه.

أسواق التسويات والمقاصة المالية Swap Markets :

تفيد أسواق التسويات والمقاصة المالية فى التعرف على كيفية تأثير تسويات أسعار الفائدة على تجنب مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، واقتراح بدائل لتسويات أسعار الفائدة ومستويات المخاطر لكل مستوى.



أنواع التسويات والمقاصة المالية :

١ – التسويات متغيرة المعدل بصفة دورية زمنيًا.

٢ – التسويات بمعدل بديل فى تواريخ محددة.

٣ – حق إجراءات التسويات قبل تواريخ الاستحقاق.

٤ – حق إلغاء التسويات.

٥ – حق زيادة فترة الاستحقاق.

٦ – حق تضييق المعدل من ثابت إلى متغير.

ومن أهم مخاطر أسعار الفائدة فى التسويات ما يطلق عليه مخاطر تغيير العقد ومخاطر الائتمان والمخاطر السياسية.

أسواق العملات وأسعار الصرف Exchange Markets :

ما العوامل التى تؤثر على سعر الصرف، وهل يستطيع البنك المركزى التدخل لإيقاف تدهور سعر العملة ؟ والحفاظ على قيمة العملة وأسعار الصرف أمام العملات الأخرى؟. فى الواقع تؤثر على أسعار صرف العملات تجاه بعضها البعض عوامل عديدة، أهمها :

أ – التغيرات فى معدل التضخم.

ب –التغيرات فى أسعار الفائدة.

جـ – التحولات فى مستويات الدخل.

د – التدخلات الحكومية.

ويجب التفرقة بين سعر الصرف (فى حالات البيع وحالات الشراء) ووقت عقد الصفقات.

وتقاس التقلبات فى أسعار الصرف بالمؤشرات التالية :

* مؤشر التغير فى سعر صرف الدولار.
* مؤشر أثر سعر الصرف على التجارة الخارجية.

أدوات سعر الصرف :

العقود الآجلة فى العملات وأسعار الصرف والتى تعكس رغبة العميل فى شراء أو بيع عملة ما فى تاريخ ما بسعر ما. وقد يختلف هذا السعر عن المعدل الفعلى فى

السوق، ومثال ذلك إذا كان السعر الآنى (فى لحظة ما) لليورو أمام الدولار الأمريكى يعادل ١٫٠٦ دولار بينما السعر بعد ١٨٠ يوم يعادل ١٫٠٨ دولار.

∴ عائد العقد الآجل =	١٫٠٨ − ١٫٠٦ / ١٫٠٦	×	٣٦٠ / ١٨٠	= ٢٥٪

المضاربات فى سوق العملات :

يقصد بالمضاربات فى سوق العقود الآجلة للعملات بالشراء أو البيع عملة مقابل عملات أخرى. فإذا كان طلب شراء دولارات أمريكية بالإسترلينى بسعر ٢ دولار ورسم قدره ٣٪ لكل وحدة. وإذا كان التقدير يشير إلى أن السعر المتوقع سوف يكون ٢٫٣ دولار. إذن إذا كان التخمين صحيحاً فسوف يكون العائد المحقق ٠٫٣٠ للوحدة على الفرق بين السعرين (سعر الشراء ٢ وسعر البيع ٢٫٣).

وبعد خصم الرسوم (٠٫٠٠٣ على الوحدة من العملة) يصبح العائد ٠٫٢٧ وتظهر المخاطر هنا فى حالة إنخفاض قيمة العملة. ويتم حساب فروق أسعار الفائدة الدولية والمحلية على النحو التالى :

العائد على العقود الآجلة للعملة الأجنبية =	(١ + سعر الفائدة المحلى) / (١ + سعر الفائدة الأجنبى)

مثال :

إذا كان سعر تحويل اليورو بالدولار الأمريكى 1.6 دولار، وسعر الفائدة السنوى فى أمريكا ٣٪، وفى ألمانيا ٤٫٥٪.

∴ العائد فى العقد الآجل للعملة =	(١ + ٣٪) / (١ + ٤٫٥٪)	− ١ = (١٫٤)٪

أى أنه يجب أن يكون سعر صرف اليورو أقل من ١٫٠٦ دولار حتى يتحقق عائد موجب، حيث إن عائد الصفقة سالب؛ نتيجة لتدنى سعر الفائدة على الدولار فى أمريكا عن اليورو فى ألمانيا.

الفصل الرابع

الهندسة المالية الدولية

الفصل الرابع: الهندسة المالية الدولية

International Financial Engineering

عندما تطبق الهندسة المالية على العمليات والأدوات الدولية فى مجال الاستثمار والمال والبنوك تصبح عالمية؛ حيث توجد أصول أجنبية تدار لصالح شركات متعددة الجنسية *.Multinatimal Comp* كما يوجد للدولة أصول فى الخارج، تدار لصالح شركات محلية تعمل فى الخارج أو مشاركة مع شركات أجنبية مثال ذلك : شركات الطيران والتجارة الخارجية والمقاولات والأدوية والبتروكيماويات وغيرها. كما يتولد عن هذه الأصول الدولية والمتعددة الجنسية دخل يتدفق خارج حدود الدولة الواحدة. إذًا تحقق الاستثمارات الأجنبية عائدات، يتم تحويلها عبر حدود الدول وفق القوانين المنظمة.

ويطلق على المنشأة التى تعمل فى دولتين أو أكثر بالشركة متعددة الجنسية، حيث يوجد لهذه الشركة مركز رئيسى وفروع فى عدد من الدول إما المتقدمة أو النامية. وهناك حديث أخيراً عن الأجانب فى مصر، الذين يمتلكون أصولاً وعقارات، بجانب عدد محدود من المصريين بالخارج، الذين يملكون عقارات وأصولاً وأوراقًا مالية فى أسواق المال الخارجية. وهناك دوافع عديدة لدى بعض الشركات للدخول فى الأعمال الدولية مثال توفير المواد الخام بأسعار رخيصة والعمالة ذات الأجور المنخفضة والقوى المحركة والمنافع الاقتصادية بجانب توفير فرص التسويق الواسعة والضرائب والجمارك بسبب الإعفاءات والمزايا التى توفرها الدول المضيفة.

ويعتمد التمويل متعدد الجنسية على مبادئ نظريات التمويل ونماذج الاستثمار من حيث نماذج الميزانية التقديرية لرأس المال، تكلفة رأس المال، إدارة رأس المال العامل بجانب قياس أسواق المال العالمية والمؤسسات المالية الدولية، وتحليل أسعار الصرف والنظام النقدى العالمى وإجراءات تقييم الاستثمارات الدولية والمخاطر السياسية منها وإدارة الأصول الدولية وتحويل حصص الأرباح للخارج وغيرها.

المبحث الأول

نظام النقد العالمى وأسعار الصرف

نقصد بسعر الصرف عدد وحدات عملة معينة مطلوبة لشراء وحدة واحدة من عملة أخرى، مثال ذلك أسعار الدولار الأمريكى والجنيه الإسترلينى واليورو والدولار الكندى والين اليابانى والبيسو المكسيكى والكرون النرويجى والريال السعودى والدينار الكويتى والفرنك السويسرى والبلفار الفنزويلى.. كل ذلك بما قيمته بالجنيه المصرى.

وتتغير أسعار الصرف بصفة مستمرة من وقت لآخر ومن سوق لآخر من أسواق المال أو أسواق الدين الدولية. وتنشر باستمرار أسعار الصرف وتنظمها البنوك المركزية وتراقبها. وتوجد فى كل دولة قوانين تحدد وتراقب أسعار الصرف ومن يتعامل بالعملات الأجنبية، كما توجد مراقبات مثال مراقبة النقد الأجنبى التابعة للبنك المركزى المصرى.

ويرجع نظام النقد الدولى إلى نهاية الحرب العالمية الثانية حتى أغسطس ١٩٧١ حيث كان يأخذ بأسعار الصرف الثابتة التى يديرها صندوق النقد الدولى فى واشنطن بالولايات المتحدة الأمريكية، وكان تحت هذا النظام الدولار الأمريكى ذو سعر صرف، يتحدد وفق الذهب (٣٥ دولار للأوقية)، وبعدها يتم ربط العملات الأخرى بالدولار وفقاً لذلك؛ حيث تتم الرقابة فى أضيق الحدود. فكان الجنيه الإسترلينى فى عام ١٩٦٤ مثلاً ذا سعر ثابت ٢.٨ دولار أمريكى، وكان الدولار الأمريكى فى حدود ٤٣ قرشًا مصريًّا. وتتقلب أسعار الصرف نظراً للطلب والعرض على كل عملة من العملات، فيزداد الطلب على الجنيه المصرى عندما تزداد صادرات مصر على وارداتها بمعنى أن الناس فى البلاد الأخرى فى حاجة لشراء جنيهات مصرية أكثر لشراء السلع المصريــة عن المطلوب منهم دفعة لتوفير سلع أجنبية. إذن يؤدى الطلب الإضافى على الجنيه المصرى لإرتفاع سعره بالنسبة لبقية العملات؛ أى مثلاً يجب دفع أكبر عدد من الدولارات للحصول على جنيه واحد (طبعاً عكس ما يدور الآن لتدهور الإنتاج المحلى وبعده تدهــور الصادرات). وكان تحت ظل نظام النقد العالمى الثابت فى سعر الصــرف تغير ١٪ فقط فى أسعار الصرف بحجم الاستثمارات الرأسمالية؛ فمثلاً إذا كانت أســعار الفائدة فى إنجلترا أعلى منها فى مصر، فسوف يشترى المصريون جنيه إسترلينــى بجنيهًا مصرى، ثم استخدام هذه الجنيهات الإسترلينية فى شراء أوراق مالية تدر عائدًا كبيرًا فى انجلترا، هذا مع ملاحظة أن بعض الأفراد والهيئات تشترى العملات توقعاً منهم لارتفاع سعرها مستقبلاً وتحقيق أرباح من فروقها.

وتغير بعض الدول قيمة عملتها بموافقة صندوق النقد الدولى، إذا واجهتها صعوبة لفترات طويلة؛ لحماية أسعار الصرف من التدهور تحت المعدل الثابت المفروض. ولكن اختلف نظام النقد الدولى وأسعار الصرف منذ عام ١٩٧١ حتى الآن حيث تم إلغاء قاعدة الذهب فى ربط أسعار صرف الدولار، وبالتالى تم تحرير أسعار الصرف لتقوم وبعيداً عن تدخل الحكومات، ولكن فى ظل سياسات البنك المركزى، ويقوم المستوردون والمصدرون والسياح والحكومات، بشراء وبيع العملات

فى أسواق الصرف والتحويل الأجنبية. فعندما يحتاج المستورد المصرى شراء سيارات من ألمانيا فسوف يشترى اليورو من أسواق العملة الأجنبية، وهى شبكة من السماسرة والمؤسسات التى تتاجر فى العملات أو الصيارفة المرخص لهم بذلك.

وهناك فرق بين سعر تسليم العملة محل التحويل والسعر الممكن الإتفاق عليه بعد ٣٠ أو ١٢٠ يوماً والفرق يعتبر عائد عملية التحويل، وتؤثر معدلات التضخم فى الدول الأجنبية على قرارات الإدارة المالية فى إدارة أصول أجنبية هناك؛ نظراً لأثر التضخم على أسعار الفائدة وأسعار الصرف، ومن ثم على قرارات الاستثمار المتعدد الجنسية، فإذا كان التضخم المحلى ٣٠٪، وبافتراض أنه أعلى من التضخم فى أمريكا (١٠٪) فسوف يؤدى ذلك إلى تقليل قيمة الجنيه المصرى بالنسبة للدولار، بجانب ارتفاع أسعار الفائدة فى مصر.

المبحث الثانى

إجراءات تحليل مقترحات الإستثمار الأجنبية

إن تحليل التدفقات النقدية سوف يصبح أكثر تعقيداً، وهى تضم حصص الأرباح ونسب المزايا المحققة فى كل من فروع الشركة الأم بعملية كل فرع، والتى يجب تحويلها بسعر صرف معين لإعداد التدفقات النقدية للشركة الأم بفروعها، ونظراً لأن هذه التدفقات سوف تتحقق فى المستقبل، فيجب إذن إخضاعها لتقلبات أسعار الصرف فى المستقبل. وتخضع هذه التحويلات من الأرباح ونسب الملكية للضرائب فى البلدين التى يقع فيها المركز الرئيسى والفرع.

كما أن تكلفة رأس المال لمشروع ما قد تختلف من وجوده فى بلد المركز الرئيسى عن وجوده فى بلد الفرع بسبب المخاطر التالية :

أ - أسعار الصرف.

ب- التنويع الدولى فى المشروعات المملكة لشركة دولية واحدة، والذى قد يحتمل معه ارتفاع الضرائب والجمارك وقيود جديدة على تحويل الأرباح والأجور الخاصة بالأجانب العاملين.

جـ- المخاطر السياسية والقانونية.

د - المخاطر التجارية بسبب مشكلات التوزيع فى الأسواق المحلية.

وقد تؤدى المنافسة بين الشركات المتعددة الجنسية للدخول فى بعض الدول لمجرد مواجهة المنافسة هناك مع شركات عالمية أخرى، إلا أن تحليل المخاطر السياسية ذو

دلالة مهمة فى هذا القرار. وقد لا تعتمد هذه الشركات فى توفير مصادر تمويل الإستثمار الأجنبي على جلب رؤوس أموال أجنبية. ولكن قد :

١ - تبيع أسهمًا عادية للمواطنين فى الدولة المضيفة.

٢ - الاقتراض من الأسواق المحلية.

٣ - الاقتراض من أسواق الدين الدولية، أو تحديد محفظة استثمار يتم تمويلها من هذه المصادر مجتمعة، وفى ضوء تحليل تكلفة التمويل ومخاطر كل مصدر تمويلى.

المبحث الثالث

إدارة الأصول الأجنبية

قد تحقق الشركة المتعددة الجنسية أرباحاً فى أحد الفروع فى دولة ما وخسائر فى فرع دولة أخرى. وهناك قيود على تحويل الخسائر وترجمتها لإعداد الحسابات الكلية، لذلك تستخدم الإدارة المالية فى هذه الفروع عدداً من الأساليب الفنية لمعالجة هذه الخسائر، مثال ذلك الاحتفاظ بأرصدة من العملات الأجنبية نقداً وتحقيق عائد عنها، وكذلك اتباع الإجراءات التالية:

١ - تقييم وتحويل الأصول والخصوم النقدية بأسعار الصرف الجارية فى نهاية العام.

٢ - تقييم وتحويل مخزون آخر العام بسعر الصرف وقت إدخال البضاعة بالمخازن.

٣ - يتم تحويل قيمة الأصول الثابتة بسعر الصرف التاريخى.

٤ - يتم تحويل قيمة إيراد المبيعات بأسعار الصرف الجارية.

موقف إدارة التمويل المتعدد الجنسية فى مصر :

الآن وبعد خمسة وعشرين سنة من جذب رأس المال العربى والأجنبى للاقتصاد الوطنى فى مصر، ظهرت شركات أجنبية بالكامل وأخرى مشتركة مصرية / أجنبية وثالثة أجنبية / أجنبية فى إطار شركات متعددة الجنسية. وسواء كانت تلك الشركات فروعاً لشركة أم بالخارج أو مشاركة أو عملية تسليم مفتاح أو تصدير واستيراد أو كونسورتيوم، أو غيرها تظهر مشكلات وظائف الإدارة المالية فى هذه الشركات وعلاقاتها بأسواق المال المحلية والإدارة المالية بالمركز الأم. ومن ثم نطرح عدداً من التساؤلات الأساسية فى هذا الخصوص:

١ - كيف تقيم هذه الشركات المناخ الاستثمارى فى مصر ؟

٢ - ما هياكل التمويل لهذه الشركات (حصص رأس مال - اقتراض محلى - اقتراض من أسواق الدين الدولية - تحويلات المصريين العاملين بالخارج).

٣ - ما استخدامات أموال هذه الشركات بالفرع المصرى (إقراض أو استثمار مباشر أو غير مباشر - أهم الأنشطة الاقتصادية : صناعة - زراعة - تشييد وعقارات - خدمات - بنوك - وغيرها) ؟

٤ - ما سياسات الائتمان التجارى والمصرفى لهذه الشركات ؟

٥ - دور هذه الإدارات المالية فى التحكم فى التضخم واستقرار أسعار الصرف وأسعار الفائدة، وعدم الدخول فى مضاربات أسواق العملات.

٦ - دور هذه الشركات فى جلب عملات أجنبية من العالم الخارجى.

٧ - ما العلاقة التنظيمية بين الإدارة المالية فى الفرع والإدارة المالية فى المركز الرئيسى، من حيث: التخطيط المالى والسياسات المالية والأهداف والرقابة.

٨ - هل مدير الإدارة المالية فى الفرع بمصر مصرى الجنسية أم أجنبى ؟

٩ - ما علاقة الإدارة المالية بالفرع المصرى بقضايا تحويل الأرباح ومعدلات الاحتفاظ بنسب الأرباح لأغراض النمو والتوسع - قضية الضرائب والجمارك ؟

١٠ - ما نسب أرباح التشغيل - وأرباح التحويل فى أسواق العملات ؟

١١ - ما علاقة الإدارة المالية للفرع المصرى بقوانين مهنة المحاسبة والمراجعة ونشر المعلومات المالية لأجهزة الرقابة المالية ؟

١٢ - ما رؤية هذه الشركات الأجنبية لدوافع الاستثمار فى مصر الآن وفى المستقبل ؟

ونخلص من ذلك أنه كلما توسع الاقتصاد العالمى وتشابك، زادت إدارة التمويل المتعددة الجنسية بسبب تزايد عدد **الشركات الدولية**، ومن هنا تظهر **مشكلة التدفقات** النقدية عبر الحدود الدولية، وحتمية خصمها مع تحديد أسعار الصرف واتجاهات تغيرها.

وتسمح أسواق رأس المال الدولية بتدفق الاستثمارات بحثاً عن المناخ الاستثمارى الفعال وفى النشاط الاقتصادى المربح. ومن هنا تصبح الإدارة المالية المتعددة الجنسية مطلوبة وإستراتيجية وتمثل تحديًا مهنيًا دائمًا.

حالة عملية توضيحية للهندسة المالية



حالة توضيحية متكاملة لعملية التحول

لإلقاء المزيد من الضوء على عملية تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، دعنا نفترض أن الميزانية العمومية، الموضحة فى جدول-أ، هى للشركة القومية للبتروكيماويات، وذلك فى ٣١ ديسمبر ٢٠٠٨، ومن أبرز سمات بنود تلك الميزانية ما يلى .

١ - أن الأصول القابلة للاستهلاك قد استهلكت دفترياً بالكامل.

٢ - أن رأسمال الشركة تبلغ قيمته مليون جنيه، منها ٢٥٠ ألف جنيه تمثل قيمة الأسهم العادية، ٧٥٠ ألف جنيه تمثل أرباحًا محتجزة.

٣ - أن القروض طويلة الأجل تبلغ قيمتها ١٫٣ مليون جنيه، أى ما يزيد قليلاً عن ٤٠٪ من إجمالى الموارد المالية المتاحة.

جدول - أ

الميزانية العمومية للشركة القومية للبتروكيماويات

فى ٢٠٠٨/١٢/٣١ (القيمة بالألف جنيه)

البند		
نقدية.	٦٠٠	
مدينين وأوراق قبض.	١٠٠٠	
مخزون.	٤٠٠	
أصول متداولة.		٢٠٠٠
أصول قابلة للإهلاك.	٢٥٠٠	
إهلاك مجمع.	(٢٥٠٠)	
أراضى.	صفر	
أصول ثابتة.	١٢٠٠	
		١٢٠٠
مجموع الأصول.		٣٢٠٠
دائنون وأوراق دفع.	٥٠٠	
قرض مصرفى قصير الأجل (١٠٪).	٣٠٠	
مقبوضات مقدمة.	١٠٠	
خصوم متداولة.		٩٠٠
قروض طويلة الأجل (١٢٪).		١٣٠٠
أسهم عادية.	٢٥٠	
أرباح محتجزة.	٧٥٠	
حقوق ملكية.		١٠٠٠
مجموع الخصوم.		٣٢٠٠

أما بالنسبة لقائمة الدخل فيوضحها جدول – ب، والذى من أهم سماتها ما يلى :

١ – أن صافى ربح العمليات أو ما يسمى بالقوة الإيرادية (١٢٠٠ ألف جنيه)، هو ذاته صافى الربح قبل الفوائد والضريبة، الذى تبلغ نسبته ٣٧.٥٪ من قيمة الأصول. وبلغة معدل العائد على الأموال المقترضة، أو ما يسمى أحياناً بمعدل العائد على المتاجرة بالملكية ***Rate of Return on Trade Equity*** تفوق القوة الإيرادية سعر الفائدة على القروض، حيث يبلغ سعر الفائدة على القروض الطويلة ١٢٪، بينما يبلغ سعر الفائدة على القروض المصرفية ١٠٪، وهذا يعنى أن الاقتراض يعد قراراً صائباً من وجهة نظر العائد.

٢ – أن صافى الربح بعد الضريبة يبلغ ٦٠٨ ألف جنيه. ولما كان عدد الأسهم القائمة ٥٠٠ ألف سهم، فإن ربحية السهم تصبح ١،٢٢ جنيه. وفى ظل افتراض قيمة سوقية للسهم قوامها ١٧،٥ جنيه، فإن مضاعف الربحية يصبح ١٤،٣ مرة، أى إن السهم يباع بما يعادل ١٤،٣ مثل ربحيته.

ونظراً لأن مبيعات الشركة وأرباحها، كما تراها الإدارة، تتسم بالإستقرار والملاءمة، وأن معدل العائد على الاستثمار قبل خصم الفوائد (صافى الربح قبل الفوائد والضريبة مقسوماً على صافى الأصول) هو فى حدود ٣٧،٥٪، بينما معدل الفوائد على القروض أقل من ذلك بكثير، كما سبق الإشارة، فقد استمر سعى مجلس الإدارة منذ عام ١٩٩٨ولعدة مرات، لدى الجمعية العامة للشركة، من أجل الاستفادة من ذلك. نقصد بذلك العمل على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة، وتخفيض الاعتماد على حقوق الملكية. وفى كل مرة كان مسعى المجلس يقابل بالرفض، نظراً لكون المساهمين فى الغالبية هم من المحافظين، الذين يخشون من زيادة المخاطر، التى يمكن أن تصاحب إعادة هيكلة رأس المال على النحو المنشود.

جدول – ب

قائمة الدخل للشركة القومية للبتروكيماويات

عن السنة المالية المنتهية فى ٣١/ ١٢/ ٢٠٠٨

(القيمة بالألف جنيه)

مبيعات.	١٠٠٠٠
تكلفة البضاعة المباعة.	٤٠٠٠
مجمل الربح.	٦٠٠٠
مصروفات إدارية.	
مصروفات بيعية.	
مصروفات أخرى.	
تكلفة العمليات قبل خصم الإهلاك.	٤٨٠٠
صافى ربح العمليات قبل خصم الإهلاك.	١٢٠٠
إهلاك.	صفر
صافى ربح العمليات (الربح قبل الفوائد والضريبة)	١٢٠٠
فوائد مدينة.	١٨٦
صافى الربح قبل الضريبة.	١٠١٤
ضريبة (٤٠٪).	٤٠٦
صافى الربح بعد الضريبة.	٦٠٨
عدد الأسهم.	٥٠٠ ألف سهم
ربحية السهم.	١.٢٢ جنيه

وهكذا ضاع على أعضاء المجلس فرصة زيادة دخولهم، التى كان يمكن أن تتحقق لو تحسنت ربحية السهم. ولتعويض ذلك نجح أعضاء مجلس الإدارة فى الحصول على موافقة كبار المساهمين؛ من أجل الحصول على مزيد من المزايا العينية إضافة إلى إدخال تحسينات شاملة لمقر الإدارة، وهى تحسينات لم تكن ملحة ولا حتى ضرورية بما يعكس نوعًا من تكلفة الوكالة.

وما أن شعر بنك الاستثمار الذى يتولى فى العادة إصدار الأوراق المالية للشركة، إلا واتصل سرّاً بأعضاء مجلس الإدارة، واقترح عليهم الخروج من تلك الدائرة الضيقة، التى يفرضها الاتجاه المحافظ داخل الجمعية العمومية بتحويل الشركة إلى

شركة خاصة يشاركون فى ملكيتها، بما يتيح مزيداً من الحرية لهم فى اتخاذ القرارات. وراقت الفكرة لأعضاء المجلس، خاصة وأن إشاعات بدأت فى الانتشار مؤداها أن منشأة منافسة بدأت تعد العدة للسيطرة على الشركة، وهو ما يعنى أن يفقد أعضاء مجلس الإدارة وظائفهم.

وبدأ بنك الاستثمار مهمته، بإنشاء الشركة القابضة للكيماويات، وملاكها هم أعضاء مجلس إدارة الشركة القومية وعددهم سبعة أعضاء، إضافة إلى ثلاثة عشر مستثمراً، بعضهم من حملة أسهم الشركة، وبعضهم من خارجها. تبع ذلك إعلان الشركة القابضة عن رغبتها فى شراء كافة أسهم الشركة القومية للبتروكيماويات، بسعر للسهم بلغ ٢٢ جنيهًا.. عرض هائل. فالسعر المعروض يزيد عن القيمة السوقية للسهم (١٧،٥ جنيه) بما يعادل حوالى ٢٥،٧٪ وقد تحقق المراد، وتم شراء الأسهم، وتمت بذلك عملية الإندماج بين الشركة العربية والشركة القابضة للكيماويات، لتختفى الشركة القومية ولتبقى الشركة القابضة للكيماويات.

وكما يبدو فإن امتلاك الشركة القابضة للشركة القومية تبلغ تكلفته ١١ مليون جنيه، وهو ما يعادل القيمة المدفوعة لشراء أسهم الشركة الأولى. ولقد نجح بنك الاستثمار فى مساعدة الشركة القابضة فى توفير الموارد المالية اللازمة قبل بدء السيطرة الفعلية، وذلك على النحو الآتى: ٥،٩ مليون جنيه قرض طويل الأجل مضمون بأصول المنشأة، تم الحصول عليه من بنك تجارى ***Secured Bank Acquisition Loan***، بسعر فائدة ١٤٪ وطرح سندات منخفضة الجودة ***Junk Bonds*** بقيمة قدرها ٢،٤ مليون جنيهًا، وتحمل كوبون معدله ١٨٪. كما ساهم بنك الاستثمار فى ملكية الشركة الجديدة بمبلغ ١،٢٦ مليون جنيه، أى ما يعادل حوالى ٤٠٪ من حقوق الملكية، كما بلغت مساهمة بقيمة أعضاء المجموعة الاستثمارية ١،٤٤ مليون جنيه، أى حوالى ٥٣،٣٪ من حقوق الملكية التى بلغ مجموعها ٢،٧ مليون جنيه (١،٢٦ مليون جنيه مضافاً إليها ١،٤٤ مليون جنيه).

ووفقاً للإتفاق مع بنك الاستثمار، أصبح للشركة الخيار إذا رغبت أن تعيد شراء حصة البنك فى رأس المال بعد أربع سنوات، بما يضمن له عائدًا مركبًا معدله ٣٥٪ سنويّاً، وهو ما ينتهى بقيمة قدرها ٥،٦٥ مليون جنيه. ووفقاً للتشريع الضريبى الذى يجيز للشركة، التى تمتلك أصول شركة أخرى، أن تعيد تقويم الأصول المشتراة، وحساب الإهلاك على أساس قسط الإهلاك المتناقص، فقد أظهرت الميزانية الافتتاحية للشركة القابضة للكيماويات فى ١/١/٢٠٠٩ على النحو الموضع فى جدول جـ، على فرض أن عملية التحول قد تمت فى لحظة انتهاء السنة المالية نفسها المنتهية فى

٢٠٠٨/١٢/٣١.. إنه تبسيط، ولكنه ليس تبسيطًا مخلاً على أى حال. وإذا ما تأمل القارئ جدول جـ فسوف يكتشف:

١ - لم يحدث أى تغيير فى بنود الأصول المتداولة أو حتى الخصوم المتداولة، على أساس أن القرض المصرفى الجديد طويل الأجل.

٢ - أن الأصول الثابتة القابلة للإهلاك أعيد تقييمها بسعر الإحلال، حيث بلغت قيمتها ١٠ ملايين جنيه، وإنه لم يبدأ إهلاكها بعد.

٣ - أن الزيادة فى القروض طويلة الأجل قدرها ٨،٣ مليون جنيه، أضيف إليها الرصيد السابق لتلك القروض الذى يبلغ ١،٣ مليون جنيه، لتصبح القيمة الكلية ٩،٦ مليون جنيه.

٤ - أن حقوق الملكية تمثل جانب التمويل المقدم من بنك الاستثمار (١،٢٦ مليون جنيه) والمجموعة الاستثمارية (١،٤٤ مليون جنيه) بقيمة كلية قدرها ٢.٧ مليون جنيه.

٥ - أن الزيادة فى قيمة القروض طويلة الأجل (٨.٣ مليون جنيه) إضافة إلى قيمة حقوق الملكية المدفوعة لشراء أسهم الشركة (٢.٧ مليون جنيه) تعادل تماماً قيمة الأسهم المشتراة (٥٠٠ ألف سهم × ٢٢ جنيه). ومن ناحية أخرى، فإن الزيادة فى قيمة القروض طويلة الأجل (٨،٣ مليون جنيه) إضافة إلى الزيادة فى قيمة حقوق الملكية (١،٧ مليون جنيه) تعادل تماماً قيمة إعادة تقييم الأصول (١٠ مليون جنيه) ولذلك تعادل طرفى الميزانية.

جدول – جـ

الميزانية العمومية للشركة القابضة للكيماويات

فى ١/ ١/ ٢٠٠٩ (القيمة بالألف جنيه)

البيان		
نقدية.	٦٠٠	
مدينين وأوراق قبض.	١٠٠٠	
مخزون.	٤٠٠	
أصول متداولة.		٢٠٠٠
أصول قابلة للإهلاك.	١٠٠٠٠	
إهلاك متجمع.	صفر	
	١٠٠٠٠	
أراضى.	١٢٠٠	
أصول ثابتة.		١١٢٠٠
مجموع الأصول.		١٣٢٠٠
دائنون وأوراق دفع.	٥٠٠	
قرض مصرفى قصير الأجل (١٠٪).	٣٠٠	
إيرادات مقدمة.	١٠٠	
خصوم متداولة.		٩٠٠
قروض طويلة الأجل (١٢٪).	١٣٠٠	
قرض طويل الأجل ١٤٪.	٥٩٠٠	
سندات ١٨٪.	٢٤٠٠	
خصوم غير متداولة		٩٦٠٠
أسهم عادية.	٢٧٠٠	
أرباح محتجزة.	صفر	
حقوق ملكية.		٢٧٠٠
مجموع الخصوم.		١٣٢٠٠

هذا، وفور الانتهاء من عملية التحول، اتخذت الإدارة خطوات جادة لتخفيض التكاليف الإدارية والبيعية والمصروفات الأخرى، من بينها نقل مكاتب الشركة إلى منطقة رخيصة نسبياً، مما وفر على الشركة ما يعادل ١٢٠٠ ألف جنيه سنويّاً (وفورات التخلص من تكلفة الوكالة). ونظراً لأن للشركة الحق فى حساب الإهلاك بأى طريقة تفضلها، بما فيها قسط الإهلاك المتناقص، فقد اختارت أن يكون إهلاك الأصول على النحو الموضح فى جدول- د، على فرض أن العمر الافتراضى لتلك الأصول هو خمس سنوات. هذا، ولقد تم تصوير التدفق النقدى، والفوائد المستحقة سنويّاً خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٤، على النحو الذى يوضحه جدول- هـ، وجدول- و، على التوالى. وأهم ما يلاحظ على جدول - هـ، الذى يوضح التدفق النقدى فى نهـاية كل سنة، ما يلى :

١ - أن التدفق النقدى لأى سنة هو عبارة عن صافى الربح بعد الضريبة فى تلك السنة، مضافاً إليه قسط الإهلاك، ففى عام ٢٠٠٩ بلغ التدفق النقدى ١٧٧٤ ألف جنيه، وهو عبارة عن محصلة خسائر صافية قوامها ١٫٢٤٦ مليون جنيه، وقسط إهلاك قيمته ٣ ملايين جنيه.

٢ - أن استهلاك القروض، من التدفقات النقدية المتولدة، بدأ بأكثرها تكلفة، وهى السندات الرديئة التى تحمل معدل كوبون قوامه ١٨٪، بعدها يتم الاستهلاك تنازليّاً على أساس سعر الفائدة على القرض.

٣ - أن رصيد التدفق النقدى فى نهاية كل سنة يستخدم فى استهلاك القروض. فمثلاً كان رصيد القروض فى نهاية السنة الأولى أى سنة ٢٠٠٩، فى جدول هـ، ٨١٢٦ ألف جنيه. هذا الرصيد يمثل مجموع القروض فى بداية عام ٢٠٠٩، والتى تبلغ قيمتها ٩٩٠٠ ألف جنيه، على النحو الذى تكشف عنه الميزانية العمومية الموضحة فى جدول جـ (قرض مصرفى قصير بقيمة ٣٠٠ ألف جنيه، وقروض طويلة قوامها ٩٦٠٠ ألف جنيه) مطروحاً منه التدفقات النقدية المتولدة (١٧٧٤ ألف جنيه) المستخدمة فى سداد جزء من قيمة السندات منخفضة الجودة، التى تحمل سعر فائدة ١٨٪ (٢٤٠٠- ١٧٧٤ = ٦٢٦ ألف جنيه).

جدول - د

قائمة الدخل السنوية للشركة القابضة للكيماويات

خلال الفترة من ٢٠٠٩ - ٢٠١٤ (القيمة بالألف جنيه)

بيـــــان	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤
مبيعات.	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
تكلفة البضاعة المباعة.	٤٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠
مجمل الربح.	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠
م. إدارية وبيعية وأخرى.	٣٦٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠
ربح العمليات قبل الإهلاك.	٢٤٠٠	٢٤٠٠	٢٤٠٠	٢٤٠٠	٢٤٠٠	٢٤٠٠
إهلاك.	(٣٠٠٠)	(٣٠٠٠)	(٢٨٠٠)	(٨٠٠)	(٤٠٠)	(صفر)
ربح العمليات.	(٦٠٠)	(٦٠٠)	(٦٠٠)	١٦٠٠	٢٠٠٠	٢٤٠٠
فوائد.	(١٤٤٤)	(١١٢٥)	(٨٢٥)	(٥٤١)	(٢٥٠)	(١٣٩)
صافي الربح قبل الضريبة.	(٢٠٤٤)	(١٧٢٥)	(٢٢٥)	١٠٥٩	١٧٥٠	٢٢٦١
ضريبة ٤٠٪*.	(٨١٨)	(٦٩٠)	(٩٠)	٤٢٤	٧٠٠	٩٠٤
الربح بعد الضريبة.	(١٢٢٦)	(١٠٣٥)	(١٣٥)	٦٣٥	١٠٥٠	١٣٥٧
ربحية السهم.	(٢.٤٥)	(٢.٠٧)	(٠.٢٧)	١.٢٧	٢.١	٢.٧١

* الضريبة قيمة سالبة، بما يعنى أنه يمكن الحصول على قيمتها، بتسويتها مع مصلحة الضرائب.

جدول - هـ

كشف التدفقات النقدية السنوى للشركة القابضة

خلال الفترة من ٢٠٠٩ - ٢٠١٤ (القيمة بالألف جنيه)

بيـــــان	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤
قيمة التدفق النقدى.	١٧٧٤	١٩٦٥	٢٦٦٥	١٤٣٥	١٤٥٠	١٣٥٧
رصيد القروض :						
قرض قصير (١٠٪).	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	صفر
قرض طويل (١٢٪).	١٣٠٠	١٣٠٠	١٣٠٠	١٣٠٠	٣١١	صفر
قرض طويل (١٤٪).	٥٩٠٠	٤٥٦١	١٨٩٦	٤٦١	صفر	صفر
سندات (١٨٪).	٦٢٦	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر
رصيد القروض	٨١٢٦	٦١٦١	٣٤٩٦	٢٠٦١	٦١١	صفر

٤ – أن رصيد القروض كان فى تناقص، حيث يتوقع سداد كل القروض بنهاية عام ٢٠١٤، بل وسوف يتبقى فائض من التدفقات النقدية، من المتوقع أن يتولد بنهاية السنة ، قدره ٧٤٦ ألف جنيه، بعد سداد أرصدة القروض التى كانت مستحقة بنهاية سنة ٢٠١٤ {(١٣٥٧- (٣٠٠ + ٣١١) = ٧٤٦ ألف جنيه}.

أما أهم الملاحظات على جدول (و) الذى يوضح الفوائد المستحقة سنوياً، فهى :

١ – إعطاء أولوية لسداد القروض ذات التكلفة المرتفعة، قد انعكس بوضوح على الفوائد المستحقة.

٢ – أن الفوائد فى كل سنة تدفع على رصيد القروض فى بداية السنة؛ أى على رصيدها فى نهاية السنة السابقة.

٣ – على ضوء أرصدة القروض فى جدول هـ، يتوقع اختفاء الفوائد من قائمة الدخل للمنشأة بنهاية عام ٢٠١٤.

جدول – و

الفوائد المستحقة سنوياً

خلال الفترة من ٢٠٠٩ – ٢٠١٤ (القيمة بالألف جنيه)

بيـــان	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤
قرض قصير (١٠٪).	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠
قرض طويل (١٢٪).	١٥٦	١٥٦	١٥٦	١٥٦	١٥٦	٣٧
قرض طويل (١٤٪).	٨٢٦	٨٢٦	٩٣٦	٢٦٥	٦٥	صفر
سندات (١٨٪).	٤٣٢	١١٣	صفر	صفر	صفر	صفر
قيمة الفوائد.	١٤٤٤	١١٢٥	٨٢٥	٥٤١	٢٥٠	٦٧

ماذا يعنى هذا ؟ يعنى أن المنشأة أصبحت معدة للبيع للغير، الذى يستطيع أن يحقق المزايا نفسها. يستطيع إعادة تقييم الأصول التى بلغ رصيدها صفر، يستصيع استبدال جزء كبير من حقوق الملكية بأموال مقترضة، يتحقق من وراء الفوائد المستحقة عليها، ومن إهلاك الأصول التى أعيد تقييمها، وفورات ضريبية كبيرة.

وهنا نتساءل، هل يمكن بيع الشركة بنهاية السنة الخامسة؟ نعم، يمكن ذلك. وتعالْ نضع عدة فروض شديدة التحفظ. وهى: أن ربحية السهم ستظل عند ٢،٧١ جنيه، وأن مضاعف الربحية للسهم، والذى كان قد بلغ ١٤،٣ مرة على أساس السعر قبل التحول، ظل كما كان عليه. هذا فرض شديد التحفظ، إذ فى ظل التحسن فى أداء

الشركة، يتوقع أن يرتفع المضاعف. وإذا ما اتفقنا على نتائج هذا التحليل، فإن القيمة العادلة للسهم ينبغى أن تكون ٣٨،٧٥ جنيه × ١٤،٣).

مرة أخرى تبدو القيمة المقدرة لربحية السهم شديدة التحفظ؛ إذ تقوم على فرضية تعكسها مقارنة جدول ب مع جدول د مؤداها أن المبيعات لم تتأثر من جراء قرار التحول. وعلى الرغم من ذلك، فإن قيمة حقوق الملكية بنهاية السنة الخامسة يتوقع لها أن تبلغ ١٩،٣٧٥ مليون جنيه (٥٠٠ ألف سهم × ٣٨،٧٥ جنيه).

ولنعود بذاكرتنا إلى الوراء؛ لنجد حق اختيار متاح لمجموعة المستثمرين، يتمثل فى إمكانية شراء حصة بنك الاستثمار فى رأس المال، والتى تقدر بقيمة قوامها ٥.٦٥ مليون جنيه. وإذا ما تم ذلك فإن القيمة الصافية لمجموعة المستثمرين تصبح ١٣،٧٢٥ مليون جنيه (١٩،٣٧٥ مليون جنيه مطروحاً منها ٥،٦٥ مليون جنيه). وبفرض أن أتعاب بنك الاستثمار مليون جنيه عن كافة خدماته، حينئذ يتبقى ١٢،٧٢٥ مليون جنيه عن استثمار قدمته المجموعة منذ خمسة سنوات مضت قيمته ١،٤٤ مليون جنيه، وهو ما يمثل معدل عائد سنوى مركب، يتم حسابه من جدول الفائدة المركبة تزيد نسبته عن ٥٠٪.

ولكن ما مصادر ذلك العائد المرتفع ؟ هناك الوفورات الضريبية المتولدة عن إعادة تقييم الأصول. هناك مكاسب من إنخفاض القيمة الحالية للضريبة، ما دام أن إهلاك الأصول قد تم باستخدام قسط الإهلاك المتناقص. هناك الوفورات الضريبية على فوائد القروض، وهى قروض بحجم هائل. فلقد بلغت نسبة القروض، بما فيها القرض المصرفى قصير الأجل، إلى حقوق الملكية ٣،٩: ١ وهى نسبة ليست كبيرة، إذ يمكن أن تبلغ النسبة ٦ : ١ كما سبق الإشارة. هناك كذلك حق الشركة فى تسوية الخسائر فى السنوات الثلاثة الأولى من الأرباح السابقة، التى حققتها الشركة قبل عام ٢٠٠٩. يضاف إلى ذلك الانخفاض فى تكلفة الوكالة، والتى نجم عنها انخفاض فى تكاليف العمليات بما يعادل ١٢٠٠ ألف جنيه. وأخيراً، هناك العائد الذى قد يتولد عن استثمار الأموال المقترضة.

ولكن ماذا عن المخاطر ؟ ليست ضخمة، فالشركات المستهدفة للتحول، عادة ما تكون شركات تتسم أرباحها وتدفقاتها النقدية بقدر من الاستقرار، الذى يمثل عنصر أمان للدائنين.

ونختتم هذا الجزء بالإشارة إلى نقطة جديرة بالاهتمام، وهى أن تقييم عملية التحول يركز على التدفقات النقدية، التى تتمثل فى صافى الربح بعد الضريبة مضافاً إليه قيم الإهلاك وأى مصروفات أخرى لا تستخدم أموالاً حاضرة. فمن تلك التدفقات النقدية يتم سداد القروض، وتشترى الأصول، وتدفع التوزيعات لمجموعة

المستثمرين فى عملية التحول. ولكن ماذا عن الأرباح ؟ هى مهمة كجزء من التدفق النقدى، أما الربح ذاته فغالباً ما لا يتحقق فى السنوات الأولى من التحول، وهو ما يبدو واضحاً من جدول- د، حيث حققت الشركة خسائر فى الثلاث سنوات الأولى. ماذا يعنى هذا ؟

يعنى أن المهندسين الماليين لن يشرعوا فى تنفيذ عملية التحول إلا إذا كانت هناك مؤشرات مطمئنة من حيث حجم التدفقات النقدية، واستقرار تلك التدفقات. ولابد وأن يكون حذرهم مضاعفًا، خشية على سمعتهم، فضلاً عن أن بنك الاستثمار الذى يعملون معه، عادة ما يقدم قروضاً، كما قد يساهم بحصة فى رأسمال الشركة المعنية.

هذا، ولقد تعرضت إعادة الهيكلة من خلال تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة للعديد من الانتقادات، فى مقدمتها أنه قد يترتب عليها التخلص من جزء من القوة العاملة، كما قد تحدث خللاً فى سوق الاقتراض. فجاذبية السندات منخفضة الجودة نتيجة لارتفاع عائدها مقارنة بما تنطوى عليه من مخاطر، قد يقلل من فرصة إصدار سندات أعلى جودة، إلا إذا كان معدل الكوبون الذى تحمله مرتفعاً. هذا فضلاً عن أن عملية التحول من شأنها أن تدفع بالإدارة إلى التضحية بالأهداف طويلة الأجل، لحساب الأهداف قصيرة الأجل، التى تتمثل أساساً فى العمل على توفير تدفقات نقدية لسداد القروض. ومن الانتقادات الأخرى كذلك أن عملية التحول قد تعرض الشركة للإفلاس. وبالفعل لوحظ تزايد حالات الإفلاس، بين الشركات التى يتم إعادة هيكلتها بالتحويل، بسبب عدم قدرتها على الوفاء بما عليها من التزامات.. هذا فضلاً عن الانتقادات المتمثلة فى ضخامة الوفورات التى لها أثرها على الحصيلة الضريبية.

وأن وجود فرصة لتحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، قد يكون له إيجابياته، فخوف الإدارة من أن تحدث عملية تحويل من وراء ظهرها، دون أن تتاح لها المشاركة فيها، يمثل قوة دافعة للإدارة لتحسين الأداء لكى تحظى برضاء المساهمين؛ مما يمكنها من الوقوف فى وجه أى محاولة للسيطرة العدوانية مهما كان أسلوبها. ومع هذا، فإن خوف الإدارة من إمكانية حدوث عملية التحويل، من شأنه أن يؤدى إلى ارتباك أدائها، وإنعكاس ذلك سلباً على هدف تعظيم ثروة الملاك.

أهم المراجع